

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
Ekonomski fakultet, Zagreb

LUCIJA JELIĆ

**Investiranje u buduću i tehnologije u nastajanju
na području Hrvatske i zemalja Zapadnog Balkana**

**Nascent Technology Enterprise Investing in Croatia and Western
Balkans Territories**

Diplomski rad

Zagreb, 2019.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
Ekonomski fakultet, Zagreb

**Investiranje u buduće i tehnologije u nastajanju
na području Hrvatske i zemalja Zapadnog Balkana**

**Nascent Technology Enterprise Investing in Croatia and Western Balkans
Territories**

Diplomski rad

Kolegij: **Budžetiranje kapitala**

Mentor: Prof. dr.sc. Lidija Dedi

Student: **Lucija JELIĆ**

Matični broj: **0067495409**

Zagreb, svibanj 2019.

Sažetak

Iako još uvijek pokušavaju izaći na kraj s mnogim problemima kao što su loše ekonomsko i socijalno okruženje, nerazvijenost tržišta kapitala, zakonodavna nedefiniranost industrije te nedovoljna zaštita investitora te gospodarstva Zapadnog Balkana zaostaju za ostatkom Europe s vrlo niskim primanjima i životnim standardom, imaju velik potencijal za razvoj alternativnih fondova kapitala te start-up ekosustava. Glavni zaključak je da je ekosustav živ i zdrav, a u nekim mjestima čak i uspješan. U svim zemljama regije postoje neke vrste aktivnosti - startupi, podupiruće institucije, revolucionarna tehnologija, ambiciozni osnivači. U nekim slučajevima postoje i tvrtke koje se šire, iako se često šire na međunarodnoj razini s donekle ograničenom prisutnošću u svojim matičnim zemljama. Najbolje multinacionalne tvrtke koje potječu iz regije već postižu visoke vrijednosti. Ipak, iako su izrasle van regije, one pridonose značajnoj potpori lokalnim ekosustavima, uglavnom u svojim iskustvima, vezama, a često i uz financijsku potporu. Javna potpora je često mala ili nepostojeća što je problematično jer se cijeli ekosustav suočava s nedovoljnim sredstvima za financijsku podršku (ili ulaganje) u regionalne startupove. Čak i vrlo mala ulaganja u regiji vrlo su rijetka u više od polovice zemalja regije. To predstavlja značajnu prepreku za rast i razvoj start-upa regije i cijelog start-up ekosustava. Bit će potrebna sustavna i sveobuhvatna podrška za uspostavu istinski uspješnog regionalnog start-up ekosustava, osobito u osiguravanju financiranja u ranoj fazi.

Summary

Although they are still trying to come to terms with many problems such as poor economic and social environment, the underdevelopment of the capital market, legislative undefined industries, insufficient protection of investors and the Western Balkans economy lag behind the rest of Europe with very low incomes and living standards, they have great potential for development of alternative capital funds and start-up ecosystems. The main conclusion is that the ecosystem is alive and healthy, and in some places even successful. In all the countries of the region there are some types of activities - startups, supportive institutions, revolutionary technology, ambitious founders. In some cases, there are also companies that are widespread, though often widespread on an international level with somewhat limited presence in their home countries. The best multinational companies that come from the region are already gaining high value. However, although they grew out of the region, they contribute to significant support to local ecosystems, mainly in their own experiences, connections, and often with financial support. Public support is

often small or non-existent which is problematic because the entire ecosystem faces insufficient funds for financial support (or investment) in regional startups. Even very small investments in the region are very rare in more than half of the countries in the region. This represents a significant barrier to the growth and development of the start-ups of the region and the entire start-up ecosystem. There will be a need for systematic and comprehensive support for the establishment of a truly successful regional start-up ecosystem, particularly in ensuring early-stage financing.

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i problem istraživanja	1
1.2. Svrha i cilj istraživanja	2
1.3. Metodologija istraživanja i struktura rada	2
2. PREGLED DOSADAŠNJIH ISTRAŽIVANJA I TEORIJSKA RAZMATRANJA.....	4
2.1. Istraživanje i razvoj kao konkurentska prednost	4
2.2. Uloga start-up poduzetništva u gospodarskom razvoju	7
2.3. Usporedba start-up poduzetništva u razvijenim zemljama i Republici Hrvatskoj	11
3. MOGUĆNOSTI ULAGANJA U TEHNOLOGIJE U NASTAJANJU U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA	14
3.1. Trenutna situacija tržišta budućih i tehnologija u nastajanju	14
3.2. Makroekonomski pregled regije	17
3.3. Rizični kapital u regiji	18
4. PODUZEĆA KOJA SE BAVE TEHNOLOGIJOM U NASTAJANJU I NJIHOV PRISTUP INVESTIRANJU	30
4.1. Proces i načini financiranja budućih tehnologija od strane fondova i poduzeća	30
4.1.1. Poslovni anđeli	31
4.1.2. Fondovi pothvatnog kapitala (Venture Capital) i privatnog vlasničkog kapitala (Private Equity)	32
4.2. Trendovi na tržištu budućih i tehnologija u nastajanju	34
4.3. Rizici kod poduzeća koja ulažu u buduće i tehnologije u nastajanju	36
5. POTENCIJALNI UTJECAJ INVESTIRANJA U BUDUĆE I TEHNOLOGIJE U NASTAJANJU	39
5.1. Poduzetništvo u srednjoj Europi	39
5.2. Ekonomski i socijalni aspekt stvaranja novih radnih mjesta	40
5.3. Utjecaj start-upa na razvoj poslovne atmosfere	41
6. ZAKLJUČAK	44
LITERATURA	45

POPIS ILUSTRACIJA.....50

1. UVOD

U želji za pronalaskom opcija zapošljavanja i novih poslovnih prilika veliki broj ljudi usmjerava se na neke nove mogućnosti. Jedna od takvih mogućnosti svakako je stvaranje vlastitog poduzeća što slovi kao pozitivna promjena u okolini pojedinca dok se ujedno i potiče gospodarstvo te otvaraju mogućnosti za nova radna mjesta. Start-up poduzeća su nova, mlada poduzeća kojima je osnovna zadaća ulaganje u nova znanja, istraživanja, razvoj, inovacije te kreativnost. Za uspješno razlikovanje pojmova valja naglasiti kako start-up poduzeće predstavlja poduzeće koje je nedavno osnovano a u sebi ima globalni potencijal kao i globalnu ambiciju. Takvo poduzeće je vrlo ograničeno po pitanju poslovnog iskustva i često ima razrađen prototip nekog proizvoda ili usluge a u većini slučajeva nedostaje mu znanja i iskustva u području pretvaranja proizvoda ili usluge u novac.

1.1. Predmet i problem istraživanja

Sukladno navedenoj tematici uz problem istraživanja definira se i predmet istraživanja koji se bavi analizom utjecaja financijskih i potpornih institucija na razvijanje i osiguravanje stabilnosti start-upova. Komparacija će se izvršiti kroz povijesni, ali i aktualni pregled stanja takvih poduzeća u razvijenim zemljama svijeta, zemljama članicama Europske unije te najvažnije zemljama Balkana s naglaskom na Republiku Hrvatsku. Novonastala poduzeća prije svega su poduzeća kojima manjka poslovnog iskustva te znanja u temeljnim područjima vezanim za poslovno upravljanje. Kako bi imali mogućnosti za uspjeh, mladim poduzećima potrebna je pomoć prvenstveno sa financijskog aspekta ali još važnije potrebno je stvoriti poslovnu atmosferu u kojoj će se moći pružiti i sve popratne usluge kako bi novo poduzeće opstalo na tržištu. U radu će se tako istražiti, i uz pomoć literature objasniti, trenutno okruženje na tržištu.

1.2. Svrha i cilj istraživanja

Svrha i cilj istraživanja u neposrednom su odnosu s problematikom rada i predmetom istraživanja. Pokušat će se ispitati veza između institucionalne podrške i razvoja start-upa u Republici Hrvatskoj i zemljama Balkana s ciljem utvrđivanja smjera veze kao i istraživanja okruženja u kojemu start-up poduzeća djeluju. Sve navedeno može utjecati na nedovoljno korištenje usluga koje se nude ili na nepostizanje efekata koje njihovo korištenje može dati. U teorijskom okviru cilj rada jest pružiti pregled sistematizirane literature o takvim poduzećima s naglaskom na određivanje utjecaja novih poduzeća na gospodarstvo. Jedan od ciljeva je i pregled industrijske politike koja pruža podršku start-up poduzećima. Konačno, cilj rada također je ukazati na važnost kontinuiranog daljnjeg istraživanja o tematici, posebice u Republici Hrvatskoj gdje nažalost zbog loše definiranih kriterija, za start-up poduzeća ne postoji posebna statistika koja bi redovno pratila razvoj istih, a uočljiv je i nedostatak posebnih mjera koje bi bile usmjerene na zadovoljavanje specifičnih potreba poduzeća.

1.3. Metodologija istraživanja i struktura rada

U izradi ovog rada korišteno je sveobuhvatno istraživanje vezano uz problem i predmet istraživanja. Proučena je brojna literatura iz područja ekonomije, ali i raznih socioloških aspekata, kao i aktualna događanja i trendovi u svijetu. Pri izradi ovog rada korištene su sljedeće znanstvene metode: povijesna metoda, metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda klasifikacije, komparativna metoda, metoda kompilacije, metoda studija slučaja, te metoda deskripcije. Prilikom obrade literature korištene su povijesna metoda, metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda klasifikacije te metoda komparacije. Startup ekosustav zapadnog Balkana je raznolik, bez upotrebljivih baza podataka koje pokrivaju ta tržišta. Istraživanje poduzeća koja se bave tehnologijom u nastajanju stoga se temelji na podacima dobivenim kroz nekoliko postojećih baza podataka, online članaka i privatnih istraživanja provedenih putem start-upovih čvorišta, prošlih i sadašnjih savjetnika za akcelerate i sudionika, osnivača start-upa i poduzetnika. Citati i prikazi preuzeti iz korištene literature prikazani su metodom kompilacije. Kod konzultiranja literature, zbog nedostataka adekvatne literature, a u svrhu dobivanja što novijih i aktualnijih informacija, bilo je neizbježno posegnuti i za mnogim jedinicama literature dostupne isključivo u elektronskom obliku i na web stranicama.

U uvodnom dijelu razmatra se predmet istraživanja, svrha i ciljevi istraživanja te struktura rada i znanstvene metode koje se koriste tijekom izrade ovog rada. U drugom dijelu odnosno poglavlju rada, iznose se teorijske spoznaje i razmišljanja, obrazlažu se temeljni pojmovi na temu poduzetništva koji će se koristiti kroz cijeli rad, uvodi se čitatelja u koncept start-up poduzeća i institucionalnih okvira važnih za osnivanje istog. U nastavku se također kroz poglavlje pod nazivom „Mogućnosti ulaganja u tehnologije u nastajanju u zemljama zapadnog Balkana“ pokušava čitatelj približiti načinu funkcioniranja ekosustava u start-up poduzećima. U četvrtom se poglavlju „Poduzeća koja se bave tehnologijom u nastajanju i njihov pristup investiranju“ objašnjavaju procesi dobivanja financijske podrške za start-up poduzeća od strane fondova privatnog i rizičnog kapitala. U posljednjem poglavlju koje nosi naziv „Potencijalni utjecaj investiranja u buduću tehnologiju u nastajanju na ekonomsko socijalnu situaciju u Europi“ opisuju se aktualni trendovi u poduzetništvu te potencijalni ekonomsko-socijalni učinak start-upa na trendove. Sam kraj rada predstavlja zaključnu notu rada u sažetom obliku do kojega se došlo istražujući predmetnu problematiku.

2. PREGLED DOSADAŠNJIH ISTRAŽIVANJA I TEORIJSKA RAZMATRANJA

Istraživanje i razvoj kao jedna osnovna djelatnost u nastanku inovacije i inovacija proizvoda i usluga postaje u zadnjem desetljeću važna tematika kojom su okupirani i znanstveni i stručni autori, dok je bez obzira na aktualnost navedena tematika ostala relativno neistražena. U doba modernog ekonomskog tržišta privatni poduzetnici često glase kao vođe u istraživačko- razvojnim područjima budući da iste sami moraju poduzimati ukoliko na tržištu žele imati konkurentsku prednost sa inovativnim proizvodima kroz koje bi mogli maksimizirati svoju dobit. Isto tako, aktivnosti istraživanja i razvoja vrlo se često ističu kao primjer pozitivnih eksternalija¹ do kojih dolazi kada poduzeća vrše ulaganja u istraživanja i razvoj stvarajući tako učinke koji se pozitivno odražavaju na cjelokupnu društvenu zajednicu.

2.1. Istraživanje i razvoj kao konkurentska prednost

Svaki sudionik u aktivnostima koje se odnose na istraživanje i razvoj djeluju u političkom i zakonodavnom okviru jedne države gdje su između ostalog i smješteni te je glavno pitanje u tom slučaju vezano i za definiranje upliva koji zakonodavni i politički okvir ima na provođenje ovakvih aktivnosti, posebice kada se u obzir uzme društvena korist koja izlazi iz aktivnosti.²

Razvijenije zemlje kroz zadnjih desetak godina kontinuirano i s velikim intezitetom bave se ulaganjima u istraživanja i razvoj radi čega se nerijetko dolazi do zaključka kako su upravo takva ulaganja ključna za ekonomski rast. Neki od glavnih oblika za poticanje istraživanja i razvoja u zemlji odnosno unutar jednog primjerice poreznog sustava uvijek se ističu porezni poticaji za istraživanje i razvoj. Porezni se poticaji razlikuju od drugih izravnih vrsta poticaja budući da ne predstavljaju izravnu vrstu subvencije već umanjivanje porezne obveze gdje se u tom slučaju poduzeće koje vrši ulaganje u istraživanje i razvoj odriče manjeg dijela vlastite dobiti nego što bi to bilo bez aktivnosti istraživanja i razvoja. Promatrajući tako atmosferu nakon posljednje financijske krize koja je prisilila mnoge zemlje da provedu stroge mjere fiskalne konsolidacije, nije začuđujuće kako se pomno razmatrala svaka mjera unutar skupine državnih potpora pa tako i

¹ Rosen, H. S. & Gayer, T. (2010). Javne financije, Zagreb: Institut za javne financije, str. 25

² S. Hodžić (2012): Stimulacija poreznih olakšica za istraživanje i razvoj; Skrivena javna potrošnja: Sadašnjost i budućnost poreznih izdataka; Zbornik radova s konferencije; Institut za javne financije

porezni poticaji za istraživanje i razvoj. U zadnjih nekoliko godina provode se razne ekonometrijske i kvalitativne analize kroz koje se želi dokazati učinkovitost poreznih poticaja, ali i izvući ključne odrednice uspješnih shema poreznih poticaja. Iako je u zakonodavstvima svih zemalja uvedena pod istim nazivom, ova mjera izrazito je heterogena uz veliki broj kriterija koji utječu na njezin dizajn i način primjene. Iz tog razloga, potrebno je analizirati postojeće sheme poreznih poticaja u zemljama članicama Europske unije, usporediti ih prema zajedničkim značajkama te izvući preporuke o najboljim praksama.³

Kada se govori o mogućim novim tehnologijama i tehnologijama u nastanku kao i o poduzetništvu u tom području pojam istraživanja i razvoja nije u potpunosti precizno definiran. Istovremeno takva vrsta djelatnosti obuhvaća i širok popis drugih djelatnosti s kojima je u sinergiji. U literaturi će se nerijetko naići na podjelu koja je definirana od strane OECD-a (Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj) a nalazi se u Frascati Manual-u te je implementirana zakonom u većini zemalja OECD-a. Istraživanje i razvoj kako se navodi obuhvaća kreativan i sistematičan rad poduzet kako bi se povećala zaliha znanja, uključujući tako i poznavanje ljudske vrste, kulture i društva općenito te kako bi se osmislile nove primjene znanja koje se posjeduje.⁴

Postoji nekoliko karakterističnih obilježja svih aktivnosti istraživanja i razvoja koje je potrebno zadovoljiti kako bi se sama aktivnost mogla klasificirati kao istraživanje i razvoj. Dakle, da bi se neka aktivnost mogla smatrati kao razvoj, kao nešto u nastajanju, mora istovremeno biti i nova ali i usmjerena na nova saznanja odnosno otkrića, mora biti kreativna i temeljena na originalnim a ne na očiglednim konceptima i hipotezama, sistematična u vidu planiranja i budžetiranja te prenosiva odnosno ostvariva. Iz svega navedenoga te prema načinu na koji se provodi aktivnost istraživanja i razvoja razvrstaju se na:⁵

- Temeljno istraživanje (Basic Research) koji predstavlja eksperimentalni ili teorijski rad koji se primarno poduzima kako bi se stekla nova znanja o osnovi fenomena i o teorijskim činjenicama, bez plana da se rezultati istraživanja primijene na bilo koji način.

³ S. Hodžić (2012): Stimulacija poreznih olakšica za istraživanje i razvoj; Skrivena javna potrošnja: Sadašnjost i budućnost poreznih izdataka; Zbornik radova s konferencije; Institut za javne financije

⁴ Gaillard, J. (2010). Measuring research and development in developing countries: main characteristics and implications for the Frascati manual. *Science, Technology and Society*, 15(1), 77-111.

⁵ OECD (Organization for Economic Cooperation and Development). (2015). Frascati Manual 2015: Guidelines for collecting and reporting data on research and experimental development. Paris: OECD Publishing.

- Primijenjeno istraživanje (Applied Research) koje predstavlja počenu fazu istraživanja koje se provodi u svrhu stjecanja novog znanja ali poduzeto sa specifičnim i definiranim ciljem
- Razvojno istraživanje (Experimental development) koje predstavlja sistematičan rad temeljen na znanju stečenom kao rezultat istraživanja i praktičnog iskustva, a kojim se stvaraju novi proizvodi i procesi ili je riječ o unaprjeđenju postojećih proizvoda i procesa.

Ukratko, mogućnost razvoja novih proizvoda i usluga u smjeru ne samo tehnologije nego i svih drugih djelatnosti, uvelike ovisi o zakonodavnim okvirima zemlje u kojemu se proizvod ili usluga razvijaju. Iz tog razloga u nastavku će se u osnovnim karakteristikama spomenuti vrste poticaja za takva istraživanja. Prema čimbenicima kao što su veličina nacionalne države, bruto domaći proizvod, veličina javne uprave, pokazatelji poslovnog sektora te proračunske mogućnosti, nacionalne države porezne poticaje za istraživanje implementiraju na različite načine.⁶

Podjela poticaja za istraživanje i razvoj u širem smislu obuhvaća podjelu na izravne i neizravne potpore. Izravne potpore mogu se usmjeriti kao izravne financijske potpore kao što su subvencije, i na porezne poticaje kao što su porezni izdaci, a indirektne potpore odnose se na poticanje ulaganja u sveučilišta, javne laboratorije i slične institucije. Ovakva vrsta potpora pruža mogućnost za ili smanjivanje poreznih obveza ili za dodjeljivanje financijske potpore. U praksi, izravne financijske potpore u većini slučajeva odnose se na jednokratne potpore, kredite i subvencije posebno odabranim poduzećima kako bi ista mogla provesti istraživačko razvojne aktivnosti. Općenito gledajući, izravne vrste potpora imaju širu primjenu i češće se upotrebljavaju, ali isto tako imaju i nekolicinu negativnih aspekata poput rizika supstitucije to jest mogućnost dodjele potpore onim poduzećima koja bi investicije u istraživanje i razvoj provela i bez potpore, zatim učinak istiskivanja koji je vidljiv kada izravne mjere imaju bruto učinak na investiciju, koji se sastoji od količine aktivnosti pomnožene s cijenom za navedenu aktivnost. Radi prethodno opisanog slučaja, cijeli učinak izravne državne potpore može biti utrošen na povećanje jedinične cijene. Isto tako, dodjelom izravne potpore određenom projektu ili poduzeću dovodi do sprječavanja mogućnosti pokretanja nekog drugog projekta, do čega može doći poradi neelastične

⁶ Šimurina, N., & Galić, B. (2017). Usporedna analiza poreznih poticaja za istraživanje i razvoj u Europskoj uniji. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 15(2), 105-126.

ponude aktivnosti istraživanja i razvoja pri čemu potpora određenim istraživačko-razvojnim projektima, povećava cijenu takvih projekata bez potpore.⁷

Neizravne potpore mogu uzrokovati pozitivna prelijevanja na društvo što zbog većeg broja akademskih istraživanja, što zbog istraživanja u javnim laboratorijima i slično, ali i one također mogu proizvesti negativne učinke kroz učinak istiskivanja te distorzije u alokaciji. Potrebno je napomenuti kako neki autori pod podjelom na izravne i neizravne poticaje podrazumijevaju samo podjelu na izravne financijske potpore i porezne poticaje.⁸

2.2. Uloga start-up poduzetništva u gospodarskom razvoju

Današnje poduzetništvo prolazi kroz svoju veliku ekspanziju uslijed primjenjivanja modernih informatičkih tehnologija koje pružaju više prostora i veću dostupnost za inicijativu. Poduzeća koja na konkretan i strategijski ispravan način koriste vlastitu interakciju i moć inovacija upravo su poduzeća koja će i najviše profitirati iz sadašnjih mogućnosti koje karakterizira dinamična promjena. Svaki sljedeći uspjeh poduzeća ovisi o organiziranom planu za traženje inovacija i uspješnu implementaciju istih.⁹

Poduzetništvo predstavlja osnovu svakog gospodarskog sustava i svakog ekonomskog razvoja. Ono se definira kao sposobnost i spremnost pojedinca ili grupe da uz preuzimanje određenog rizika i uz kapitalno ulaganje dođe do poslovnog pothvata. Takve karakteristike ogledaju se i u usmjerenosti prema organiziranju, inovacijama ali i kreiranju novog tržišta uz kontinuiranu težnju stvaranja novog proizvoda ili usluge. Bilo koji poslovni pothvat osim zadovoljavanja potreba tržišta ima za cilj i ostvariti profit. Poduzetništvo tako potiče razvoj ekonomije i pozitivno utječe na smanjenje nezaposlenosti, pokretanje inovativnih proizvoda i usluga i osnivanje novih poduzeća.¹⁰

⁷ Šimurina, N., & Galić, B. (2017). Usporedna analiza poreznih poticaja za istraživanje i razvoj u Europskoj uniji. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 15(2), 105-126.

⁸ Ibidem

⁹ Buble, M., Kružić, D. (2006): Poduzetništvo, RRif-plus, Zagreb str. 45.

¹⁰ Rajsman, M., Petričević, N., Marjanović, V (2013): Razvoj malog gospodarstva u Republici Hrvatskoj, Ekonomski vjesnik, str. 251-252.

Povijest poduzetništva svoje korijene ima u dalekoj povijesti. Čovjek je oduvijek trgovao i mijenjao dobra budući da je to bio osnovni izvor zarade ali i preživljavanja. Poduzetništvo kakvo se danas poznaje javlja se u kasnom srednjem vijeku kada su poduzeća postala samostalni gospodarski subjekti koji su imali svoje vlastito ime, a u 17. stoljeću poduzetništvo doživljava masovnu pojavu. U tim razdobljima brojni trgovački obrti i trgovačka poduzeća doživljavaju svoj procvat.¹¹

Masovna proizvodnja pojavljuje se 50-ih godina 20. stoljeća kada dolazi i do velikog opadanja uloge poduzetništva. U mnogim slučajevima nacionalnim gospodarstvom dominiraju velika poduzeća i dolazi do mišljenja kako je budućnost upravo u velikim gospodarskim organizacijama. Privatno i malo poduzetništvo u tom razdoblju nemaju ulogu na tržištu jer država upravlja bez posredovanja tržišta. Ranih sedamdesetih godina događa se naftna kriza koja uzrokuje velike posljedice za gospodarske subjekte. Dolazi do porasta broja nezaposlenih i do nezadovoljstva radnika što dovodi do akcija zapošljavanja i samozapošljavanja. Također, u isto vrijeme u Sjedinjenim Američkim Državama bilježi se dinamičan razvoj poduzetništva u području glazbe, franšiza i računalne industrije.¹²

S velikom ekonomskom tranzicijom krajem 20. stoljeća uzrokovanom razvojem tehnologije i propašću socijalističkih društvenih uređenja, odnosno s promjenom primarnih proizvodnih resursa s materijalnih na nematerijalne i istodobnom privatizacijom i liberalizacijom tržišta, došlo je do velikog razvoja i porasta značaja poduzetništva. Na svjetskom tržištu dolazi do natjecanja velikog broja konkurenata uz značajno ubrzanje poslovanja. U 21. stoljeću nastupaju nova mala, inovativna i fleksibilna poduzeća koja funkcioniraju samostalno ili međusobno povezano, što je dovelo velike multinacionalne kompanije do gubljenja dominantnog položaja na tržištu. Ekonomski teoretičari tim istim kompanijama pišu „osmrtnice“ te ih uspoređuju s „posrćućim dinosaurima“ koji će ubrzo biti zamijenjeni usko specijaliziranim, brzim i fleksibilnim poduzećima. Predviđaju poslovni svijet budućnosti kojim dominiraju svjetske kooperativne i uzajamno povezane mreže malih poduzeća. Samo uz suradnju različitih specijaliziranih poduzeća, poduzetnika, znanstvenika, tehnoloških te organizacijskih i drugih stručnjaka bit će moguće ostvariti vrhunske poslovne rezultate i nova rješenja. U tom smislu potrebno je i u Hrvatskoj razviti

¹¹ Šipić, N., Najdanović, Z. (2012): Osnove poduzetništva, Visoka poslovna škola Zagreb, Zagreb, str. 9.

¹² Bobera, D., Hunjet, A., Kozina, G. (2015) Poduzetništvo, Sveučilište Sjever, Varaždin, str. 17-18.

svijest da će mala poduzeća umrežavanjem, uzajamno utječući jedno na drugo, postići veći ukupan rezultat negoli bi bio zbroj njihovih rezultata da djeluju samostalno.¹³

Kao dio poduzetničke kulture u današnje vrijeme pojavljuju se start-up poduzeća. Takva poduzeća trenutno u Republici Hrvatskoj nemaju jasno definirane zakonske kriterije koji ih određuju ali u suštini predstavljaju novonastala poduzeća koja su u fazi razvoja i traganja za adekvatnim tržištem. Navedeno je potvrđeno i od strane Državnog zavoda za statistiku koji je ustvrdio kako start-up poduzeća nemaju zasebnu evidenciju. Sukladno definiciji koja je usvojena od strane Hrvatske banke za obnovu i razvoj (HBOR) start-up se povezuje sa individualcima koji prethodno nisu bili vlasnici ili suvlasnici poduzeća, ali imaju želju osigurati stalno samozapošljavanje. Također, takve vrste poduzetnika definiraju se i kao poduzetnici kojima manjka iskustva u upravljanju uz posjedovanje određenih znanja iz tehnoloških područja.¹⁴ Institut za praćenje start-up poduzetništva u Europskoj uniji definira takva poduzeća kroz tri osnovne karakteristike; mlađa su od 10 godina, u svom radu takva poduzeća koriste visoku inovativnu tehnologiju i teže značajnom rastu prihoda i broju zaposlenih osoba.¹⁵

Prema definiciji hrvatskog Global Entrepreneurship Monitor-a (GEM) start-up poduzetnici se dijele na početnike i na nove poduzetnike. Početnike predstavljaju poduzetnici koji su vlasnici poduzeća čija je starost do tri mjeseca a u nove poduzetnike spadaju vlasnici poduzeća starosti od tri do 42 mjeseca.¹⁶ Poduzeća koja se nazivaju start-up poduzećima obično imaju razrađenu poslovnu ideju ili neku vrstu prototipa proizvoda, međutim ono što im nedostaje je iskustvo i znanje koje ih sputava u izlasku na tržište, a sukladno tome i ostvarivanju novčanih naknada. Isto tako, jedna od osnovnih osobina kojima se karakteriziraju start-up poduzeća jest rizičnost, razlog se krije u tome da su to poduzeća bez određenog i jasnog položaja na tržištu. Start-up poduzeća su veoma interesantna mnogim investitorima i ulagačima budući da rast nekog proizvoda start-up poduzetnika može biti višestruk i može dovesti investitora do velike koristi. Start-up poduzeća

¹³ Kolaković, M. (2006) Poduzetništvo u ekonomiji znanja. Zagreb: Sinergija

¹⁴ Alfirević, N., Krneta, M. i Pavičić, J. (2011): Innovation capacity as a competitive advantage of small firms in Croatia: An empirical analysis, Challenges of Europe: Growth & Competitiveness- Reversing Trend, str 6.

¹⁵ European Startup Monitor (ESM) 2016, dostupno na:
<http://europeanstartupmonitor.com/research/methodology/> (03.04.2019.)

¹⁶ Global Entrepreneurship Monitor Croatia (2016): Što Hrvatsku čini (ne)poduzetničkom zemljom?, dostupno na:
<http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2017/05/GEM2016-FINAL-za-web.pdf> (13.04.2019.)

orijentirana su inovacijama i razvoju, a nerijetko nakon inicijalnog uspjeha traže i svoj izlaz na inozemno tržište koje pruža puno veće mogućnosti.

Start-up kao pojam javlja se u razdoblju Internet „mjehura“ 1990.godine kada nastaje i veliki broj poduzeća u Silicijskoj dolini u Kaliforniji. U tom razdoblju zabilježen je i veliki porast Internet sektora i razvoj informacijske tehnologije. Ono što se danas podrazumijeva kao start-up jest poduzeće koje je tek osnovano i koje je u fazi traženja tržišta uz posjedovanje velikog potencijala i visokorizičnog poslovanja.¹⁷

Potencijal razvoja ali i pokretanja start-up poduzeća je iznimno velik, takva poduzeća su inovativna i imaju zadovoljavajuću potporu kao i uvjete za rad vrlo lako mogu postati velika poduzeća u budućnosti. Iz tog razloga osnivanje start-up poduzeća može imati jako pozitivne utjecaje na rast i razvitak gospodarstva poput:¹⁸

- Stvaranja novih radnih mjesta, odnosno smanjenje nezaposlenosti
- Rasta BDP-a
- Diverzifikacije djelatnosti i time proizvoda i usluga prisutnih na tržištu
- Stvaranja novih prilika za pojedince koji se osjećaju „zarobljenima“ u klasičnim korporacijama
- Stabilnosti cijena
- Razvijanja tehnologija

Start-up poduzeća u suvremenoj današnjici igraju veliku ulogu kada se radi o razvoju inovativnih rješenja i proizvoda kao i po pitanju zapošljavanja mladih. Ukoliko se ovaj trend želi nastaviti i u budućnosti neophodno je aktivno sudjelovanje industrijske politike koja pravovremeno prepoznaje i orijentira svoje kapacitete prema novim i inovativnim poduzećima. Radi toga je važno

¹⁷ BIC: Poslovno inovacijski centar Vukovar (2015): Izvori financiranja start-up poduzeća, dostupno na: http://www.bicvukovar.hr/web/ink/images/BIC/dokumenti/BIC_2_Izvori_financiranja_start_up_poduzeca.pdf (10.05.2019.)

¹⁸ Baptiste-Cornelis T., Long W. (2009): The Impact of Small Business Enterprises on the Economy of Trinidad & Tobago, dostupno na: https://www.monroecollege.edu/uploadedFiles/Site_Assets/PDF/Baptiste-CorneliusT-EconomicImpactofSBsontheEconomyofTTPaper.pdf (25.06.2019.)

napraviti analizu trenutne industrijske politike Europske unije te njezin utjecaj na razvoj start-up poduzeća.

2.3. Usporedba start-up poduzetništva u razvijenim zemljama i Republici Hrvatskoj

Prije daljnje razrade tematike dat će se kratki pregled poduzetništva u razvijenim zemljama i Republici Hrvatskoj.

Sjedinjene Američke Države slove kao začetnici nove generacije poduzetnika čiji su načini poslovanja zajedno s uslugama koje su davali, mijenjali gospodarsku ali i socijalnu perspektivu Amerike i svijeta. Upravo takva poduzeća su u Americi od 1980.-ih godina do danas kreirala više od 95% bogatstva Amerike. Najzorniji prikaz svega što se tada stvaralo jest Silicijska dolina. To područje je postalo poznato kao klaster za internetska poduzeća i poduzeća usmjerena na tehnološki napredak odnosno elektroniku i zelenu tehnologiju. Isto tako, za to je područje karakteristična podrška poduzetnicima, investitorima ali i sveučilištima i istraživačkim centrima koja pomažu u kreiranju poduzetničke klime i stvaranju inovacija. Temeljna misija koja doprinosi ovakvom razvoju klastera je upravo povezanost i mobilnost talenta kada sva mlada poduzeća imaju pristup idejama i svim neformalnim forumima i gdje na takav način stvaraju saveze i međusobno se natječu. U tom razvoju Vlada Sjedinjenih Američkih Država tada je imala veliku ulogu pri stvaranju i razvijanju Silicijske doline budući da su se promijenile federalne politike i na taj se način omogućilo sveučilištima zaštita prava vlasništva nad njihovim izumima. Tim akcijama otvara se nova prilika za brojne poduzetnike, inovatore i investitore. Isto tako, Vlada Sjedinjenih Američkih Država usko je bila u suranji sa industrijom rizičnog kapitala te je otvorila nove poslovne centre sa niskom kamatnom stopom na raspolaganju za financiranje novih start-upova te je uveden manji porez na dobit.¹⁹

Danas, Sjedinjene Američke Države prednjače u osnivanju start-up poduzeća i privlače brojne inovativne poduzetnike upravo sa svojim ekosustavom start-upova gdje se poduzetnicima osiguravaju sve neophodne usluge na jednom mjestu bilo da se radi o medijima, investitorima,

¹⁹ Papadimitriou, S., Mourdoukoutas, P. (2002): Bridging the start-up equity financing gap: Three policy models, European Business Review, Vol. 14 (2), str. 104-110.

inkubatorima ili organiziranju evenata. Zanimljiva je činjenica primjerice kako Nigerija ima isti broj start-up poduzeća kao i Njemačka dok Kanada ima samo 10% start-up poduzeća od ukupnog broja start-upova Sjedinjenih Američkih Država. Jedni od najprepoznatljivijih start-up poduzeća koja su imala veliki utjecaj i uspjeh su kako slijedi; Uber u vrijednosti od 51 milijardu dolara, Xiaomi čija je vrijednost 46 milijardi dolara, zatim Palantir kojemu je vrijednost 20 milijardi dolara, Snapchat od 16 milijardi dolara i naposljetku AirBnB koji vrijedi 25,5 milijardi dolara.²⁰

Dobar primjer uspjeha je svakako zemlja koja je uspjela ostvariti nevjerojatnu start-up atmosferu radi čega je postala i jedna od vrlo inovativnih zemalja u svijetu, a to je Izrael. Iako površinski mala, Izrael je zemlja koja je bez obzira na ratno stanje uspjela tijekom godina promijeniti mišljenje svijeta svojim državnim strategijama s kojima je kreirala pozitivnu poduzetničku atmosferu.²¹

Razvijajući poslovno okruženje Izrael je pokazao kako se start-up poduzetništvo može poboljšati i postati uspješno. Najvažnija odluka u tom procesu bila je vladina odluka kojom je Izrael postao svjetski poznata start-up oaza, akcija koju je vlada poduzela bila je ta da je na posudbu ponudila 90% početnog kapitala svakom novom start-up poduzetniku. Osnivačima je tako bilo neophodno imati 10% kapitala da bi u toj situaciji bili potpuni vlasnici svog proizvoda ili usluge. Ukoliko u najgorem scenariju start-up ne uspije na tržištu, novac nije potrebno vratiti državi, a ukoliko isti bude uspješan novac se u državni proračun vraća na način da postoji kamata od 3% godišnje. Opisanom politikom događa se sljedeće, država nije u mogućnosti izravnim putem povratiti novac koji je uložila budući da 97% start-upova u Izraelu ne doživi uspjeh, ali kroz neizravan put novac biva vraćen u državnu blagajnu u višestrukim iznosima. Upravo radi toga, gospodarstvo Izraela zauzima 17. mjesto među najrazvijenijim zemljama svijeta prema IMD World Competitiveness Yearbook radi čega se uvrštava u visoko razvijene zemlje. Izrael je usporedbe radi, zemlja na Bliskom istoku koja u najvećoj mjeri koristi računala i svu njihovu opremu, osobno računalo tako posjeduje jedno od dva kućanstva čiji je omjer veoma sličan onome u Sjedinjenim Američkim Državama i Kanadi.²²

²⁰ Puljić, M., (2016): Izrada aplikacije za iznajmljivanje dodatnih turističkih sadržaja, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split, str. 6.

²¹ Singer, S., Senior, D. (2014): Start-up nacija – tajna izraelskog ekonomskog čuda, Profil International, Zagreb

²² Singer, S., Senior, D. (2014): Start-up nacija – tajna izraelskog ekonomskog čuda, Profil International, Zagreb

Mlada poduzeća u državama članicama Europske unije nisu se razvijala jednako kao i u Sjedinjenim Američkim Državama. Razlog tome krije su u kulturološkoj barijeri, regionalnoj različitosti, fragmetaciji tržišta i slabe razvijenosti platforme koja bi potpomogla inovacijama i poduzećima razvijanje proizvoda i usluga te pronalaženje investitora. Isto tako, veliki problem Europske unije je pronalaženje načina kako zadržati inovativne poduzetnike odnosno kako spriječiti odlazak istih u Sjedinjene Američke Države, jedan od problema svakako je i promocija poduzeća koja nisu jednako uspješna kao promocija koja se nudi u Americi.²³ Europska Komisija ipak razumije važnost start-up poduzetništva i kroz razne programe i inicijative pokušava omogućiti poduzetnicima aktivnu i pozitivnu okolinu koja će biti poticaj. Na taj bi način poduzetnici mogli pratiti trendove koji su aktivni diljem svijeta, a posebice u Sjedinjenim Američkim Državama. Europski start-up monitor (ESM) predstavlja instituciju koja se bavi isključivo praćenjem razvoja start-up poduzeća u zemljama članicama Europske unije. Prema ESM-u jedan start-up nakon dvije i pol godine rada omogući novo zapošljavanje za 13 radnika. Kako bi europska start-up okolina bila uspješnija i napredovala neophodno je pružiti više investicija i ostvariti poboljšanja u političkim i birokrativnim okvirima.²⁴

²³ Hrvatska izvještajna novinska agencija: Prvi Startup Europe Week kao pokretač ekonomskog rasta, dostupno na: <https://eu.hina.hr/content/9135248> (01.05.2019.)

²⁴ L. Steigertahl, R. Mauer, ESCP Europe Jean-Baptiste Say Institute for Entrepreneurship (2018): EU Startup Monitor; European Commission; dostupno na: <http://startupmonitor.eu/EU-Startup-Monitor-2018-Report-WEB.pdf> (11.04.2019.)

3. MOGUĆNOSTI ULAGANJA U TEHNOLOGIJE U NASTAJANJU U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

Zapadni Balkan može se definirati kao teritorijalni prostor te politički pojam koji se odnosi na zemlje: Hrvatsku, Bosnu i Hercegovinu, Srbiju, Crnu Goru, Republiku Makedoniju, Kosovo i Albaniju, tj. sve zemlje bivše Jugoslavije bez Slovenije. Među navedenim državama teritorijalno najveća država je Srbija sa 7,4 milijuna stanovnika, dok Hrvatska ima najjaču ekonomiju.²⁵

Gospodarstvo zemlje ili regije čini ključni element pri ulaganju u rizični kapital i razvoju industrije.²⁶ Dovoljno razvijeno gospodarstvo uz odgovarajuću politiku važan je čimbenik u privlačenju investicija, prvenstveno inozemnih, i kapitala zbog strateških odluka poduzeća, te se tako pruža veća mogućnost uspjeha i rasta poduzeća.²⁷

Private equity (fondovi privatnog vlasničkog kapitala) i venture capital fondovi (fondovi pothvatnog kapitala) po hrvatskom zakonodavstvu nazivaju se otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom.²⁸

3.1. Trenutna situacija tržišta budućih i tehnologija u nastajanju

Kako bi bolje razumjeli ekosustav start-upa, Europski Startup Monitor (ESM) proveo je opsežno istraživanje, a na svim tržištima uključenim u ovo istraživanje vidljive su sljedeće karakteristike:²⁹

- Tržišta u razvoju imaju koristi od poduzetništva kao karijere što je promjena kulture koja izravno ide u prilog područjima na koja se fokusira ovaj rad. Istraživanja su pokazala da trećina sadašnjih osnivača ima prethodno iskustvo s pokretanjem start-upa. Više od

²⁵ Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan region, Original Scientific Paper, Kragujevac

²⁶ Ibidem

²⁷ Bezić, H., Karanić, P. (2014.): Utjecaj direktnih inozemnih investicija i transfera tehnologije na gospodarski rast Republike Hrvatske, Poslovna Izvrsnost Zagreb, str. 30.

²⁸ Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05 (dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_12_150_2897.html)

²⁹ L. Steigertahl, R. Mauer, ESCP Europe Jean-Baptiste Say Institute for Entrepreneurship (2018): EU Startup Monitor; European Commission; dostupno na: <http://startupmonitor.eu/EU-Startup-Monitor-2018-Report-WEB.pdf> (11.04.2019.)

polovice njih (do 80% u Belgiji) pronašlo bi novi start-up ako njihov start-up propadne. Manje od 20% osnivača na istraživanim tržištima radilo bi kao zaposlenik u tradicionalnim (mala i srednja poduzeća, korporacije, itd.) tvrtkama u slučaju da njihov trenutni pothvat ne uspije.

- Bez obzira na zrelost tržišta, glavni izazovi su regulatorno i administrativno okruženje, razvoj proizvoda i prikupljanje kapitala. Velika većina start-upa cijeni ekonomsku stimulaciju koju stvaraju ulaganja u njihov sektor. Međutim, njihova percepcija lokalnih, nacionalnih i EU institucija je iznimno negativna. Naime, obično se vjeruje da ta tijela ne razumiju - i stoga ispravno ne podržavaju - rastuće start-up tržište.
- Većina start-upa sudjeluje na Business-to-Business (B2B) tržištu (82,1%) te ostvaruje svoje prihode u potpunosti (46,5%) ili djelomično (25,3%) od poslovanja s drugim poduzećima.
- 88% start-upa planira daljnje širenje na jedno ili više međunarodnih tržišta u narednih 12 mjeseci.

Prema Groh et al., VCPE indeks (Eng. Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index) je indeks atraktivnosti zemlje za ulaganja u rizični kapital kojim se vode institucionalni ulagači. Nadalje, u svojim istraživanjima navode kako bi se izračunala atraktivnost neke zemlje pomoću VCPE indeksa u obzir se uzima šest ključnih elemenata: ekonomska aktivnost, dubina tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. Ekonomska aktivnost pruža informacije o veličini gospodarstva, zaposlenosti, broju poduzeća i poduzetničkim aktivnostima. Dubina tržišta kapitala pokazuje stopu povrata pri izlazu iz poduzetog ulaganja. Porezna politika je manje važan element u privlačenju ulaganja rizičnog kapitala iako utječu na sam ulaz u posao te poduzetničku aktivnost. Pokazalo se kako je za start-up poduzeća važna porezna politika i niže stope poreza, ali nasuprot tome postoji dosta zemalja koje imaju velike stope poreza te ujedno imaju i velika ulaganja u rizični kapital. Zaštita ulagača zahtijeva dobro razvijen zakonodavni i pravni okvir koji će štiti ulagače rizičnog kapitala; bez zakonodavne i pravne sigurnosti, ostvarivanje financiranja putem rizičnog kapitala lako može biti odbačeno. Kako bi se pojačala atraktivnost pojedine zemlje ili regije socijalno okruženje ima značajnu ulogu. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti je najvažniji

segment atraktivnosti pojedine zemlje u privlačenju potencijalnih investitora i ulaganja u kompaniju. Broj poduzetih investicija i patenata pozitivno utječu na privlačenje novih ulaganja.³⁰

Slika 1. VCPE indeks atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkan u 2018. godini

Država	Hrvatska	Makedonija	Srbija	Crna Gora	BiH	Albanija
Rang	68	80	82	85	95	103
VCPE indeks	51,8	45,3	44,3	42,5	34,8	27,9
Ekonomska aktivnost	88	119	101	120	118	110
Dubina tržišta kapitala	60	86	82	87	94	108
Porezno opterećenje	81	44	96	74	100	91
Zaštita ulagača	77	43	91	53	103	72
Socijalno okruženje	90	36	67	42	87	75
Poslovne mogućnosti	64	68	61	83	92	84

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index

U gornjoj tablici prikazan je iznos VCPE indeksa atraktivnosti i njegovih elemenata prema posljednjem mjerenju u 2018. godini. Iz tablice je vidljivo kako zemlje Zapadnog Balkana imaju jako mali indeks atraktivnosti u usporedbi s ostalim zemljama svijeta. Najvišu vrijednost elementa indeksa atraktivnosti imaju kod ekonomske aktivnosti, dok su vrijednosti elementa socijalnog okruženja i poslovne mogućnosti prema mjerenju.

Trendovi u Europi pokazuju pak da interes za ulaganja fondova rizičnog kapitala snažno raste. Ukupna kapitalna ulaganja dosegla su u 2018. godini najviše razine u zadnjih deset godina, premašivši 80 milijardi eura. Preko 7800 europskih kompanija je primilo investiciju, a velika većina njih bile su mala i srednja poduzeća, točnije 86%. Kad se gledaju ulaganja rizičnih fondova u užem smislu (venture capital fondova, tj. fondova pothvatnog kapitala), što znači fondova koji ulažu u kompanije u ranoj fazi razvoja i startupe, statistika je također pozitivna. 2018. godine je bilo u Europi prikupljeno 8,2 milijardi eura kapitala, od kojih start-up investicije čine 30,6%,

³⁰ Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, Emlyon business school

odnosno 4,9 milijardi eura. Preko 4400 kompanija je primilo ulaganje, što je za njih porast od 6% u odnosu na prethodnu godinu. Sektor koji je bio najpopularniji je, nimalo čudno, informacijske i komunikacijske tehnologije (ICT), a slijede ga kompanije u sektoru potrošačkih roba i usluga. Generalno gledano, samo jedan posto ulaganja privatnog vlasničkog kapitala bilo je lani usmjereno na kompanije u Srednjoj i Istočnoj Europi; 28 posto je završilo u Francuskoj i zemljama Beneluxa te 38 posto u Velikoj Britaniji i Irskoj.³¹

3.2. Makroekonomski pregled regije

Zemlje Zapadnog Balkana, su u odnosu na ostatak Europe, pri samom dnu ljestvice kada se gleda gospodarsko stanje te njihova popularnost za ulaganje definitivno ne raste. Nadalje, Zapadni Balkan će nakon nastupanja gospodarske krize i zapadanja u još veće probleme zasigurno trebati izvjesno vrijeme da se vrati „na noge.“³² Nastupanjem gospodarske krize u zemljama se pogoršava stanje ekonomije, države zapadaju u dugove, te se gubi sigurnost svakog građana u regiji. Potrošači gube povjerenje u tržište, dolazi do pada životnog standarda i sve veće razlike između bogatih i siromašnih. Sve to vodi padu BDP-a, te tako Zapadni Balkan sve više zaostaje za zemljama Srednje Europe.³³

Oporezivanje čini jedan od temeljnih elemenata pri ulaganju rizičnog kapitala. Porezna politika ima veliku ulogu prilikom ulaska u investiciju i izlaska iz investicije kada ulagači ostvaruju stopu povrata na uloženo.³⁴ Niske porezne stope poreza na dobit zapravo su najučinkovitiji porezni poticaj koji može pozitivno utjecati na investicije i nova ulaganja. Zemlje Zapadnog Balkana imaju niže porezne stope poreza na dobit od drugih Europskih zemalja pa se tako niske stope mogu

³¹ Invest Europe (2018): 2018 European Private Equity Activity, str.30.-31.,38., dostupno na: <https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf> (25.06.2019.)

³² Pullen, E. (2015.): The untapped potential of CEE, Unquote Analysis, str. 4-6., dostupno na: <http://www.unquote.com/unquote/analysis/86909/the-untappedpotential-of-cee> (04.06.2019.)

³³ Zeneli, V (2014.): Economic Development in the Western Balkans, On the Road to Competitive Market Economies?, The Quarterly Journal, dostupno na: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-3581192661/economic-development-inthe-western-balkans-on-the> (13.05.2019.)

³⁴ Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan region, Original Scientific Paper, Kragujevac

smatrati kao porezni poticaj za ulaganja te su gledajući poreznu politiku među atraktivnijim zemljama za investiranje.³⁵

Prema istraživanju provedenom u 140 zemalja od strane World Economic Foruma-a o dostupnosti rizičnog kapitala, zemlje Zapadnog Balkana rangirane su sljedećim redom (od najboljeg do najlošijeg mjesta): Crna Gora dobila je najbolju ocjenu i rangirana je na 48. mjestu, zatim slijedi Albanija na 88. mjestu, Srbija na 77. mjestu, Hrvatska 110., BiH na 117. te Makedonija zadnja na 120. mjestu.³⁶

Na ulaganja bilo kojeg oblika investiranja utječe socijalno okruženje zemlje ili regije u koju se ulaže. Socijalno okruženje odnosi se na obrazovanje, odnosno ulaganje u ljude i ljudske potencijale što utječe na gospodarski rast. Obrazovanjem se doprinosi poboljšanju kvalitete radne snage te rastu produktivnosti.³⁷

Zapadni Balkan, što se tiče socijalnog okruženja, ima mnogo problema koji između ostalog demotiviraju investitore na ulaganja. Veliki problem s kojim se susreće Zapadni Balkan je korupcija koja je na visokoj razini te je zastupljena u mnogim područjima, između ostalih i u samim političkim vrhovima i pravosudnim institucijama. Najgora situacija je u Albaniji te Bosni i Hercegovini, dok najnižu stopu kriminaliteta bilježi Hrvatska iako i ona još uvijek puno odstupa od drugih 25 članica EU.³⁸

3.3. Rizični kapital u regiji

Investicijski fondovi u srednjoj Europi aktivno traže transparentne tvrtke u koje će ulagati. U 1990-ima prevladavali su privatizacijski investicijski fondovi, koji su agresivno stjecali dostupne

³⁵ Šimović, H., Mihelja Žaja, M. (2010.): Poticaji u sustavu poreza na dobit u Hrvatskoj i zemljama regije, Računovodstvo i financije, pregledni članak str. 62.

³⁶ The Global Competitiveness report (2018.): Venture capital availability; World Economic Forum; dostupno na: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/competitiveness-rankings/#series=EOSQ089> (15.05.2019.)

³⁷ Babić, Z., Baturina, D. (2015.): Koncept socijalnih investicija kao odgovor na krizu i nove izazove socijalne države: trendovi i perspektive, Studijski centar socijalnog rada, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 46.

³⁸ Sotiropoulos, D.A. (2017). Corruption, anti-corruption and democracy in the Western Balkans. Političke perspektive, Znanstveni članak

ponude na tržištima Srednje Europe. Kada su ti ugovori iscrpljeni, privatizacijski fondovi postali su razvojni i ekspanzijski pružatelji kapitala.³⁹

Pokretanje novog poslovanja za vrijeme krize oblikuje organizacijsku kulturu s razvijenom svijesću o efikasnosti i odnosu troška i profita. Novoosnovana poduzeća uspostavljena tijekom tržišta „medvjeda“ i recesije su impresivna. Više od polovice tvrtki s popisa „Fortune 500“⁴⁰ iz 2009. godine pokrenuto je tijekom recesije ili na tržištu medvjeda, zajedno s gotovo polovinom tvrtki na listi najbrže rastućih američkih tvrtki 2008. godine. Osim toga, pokazalo se da recesija i tržište medvjeda nemaju značajan negativan utjecaj na stopu preživljavanja novih poduzeća.⁴¹

U ranim 2000-tim godinama došlo je do nekih aktivnosti kao što je formiranje hrvatske investicijske udruge anđela CRANE⁴², nekih ne tehničkih investicija kao što su OffSpace i Bamboo Lab i nekih ranih tehničkih investicija u start-upove kao što su WhoAPI te jedne od najstarijih uspješnih hrvatskih start-upova - Replsy (Salespod). Nakon ranog starta, došlo je do produženog razdoblja stagnacije, sa samo nekoliko poznatih start-upa. Tijekom 2009. i 2010. godine hrvatska agencija BICRO počela je podupirati ShoutEm, jednu od najinovativnijih tvrtki, s potporom od 350 tisuća eura. To je, zauzvrat, dovelo do značajnog ulaganja od 1,2 milijuna eura iz slovenskog „RSG Capitala.“⁴³

2003. godine osnovan je Quaestus, prva hrvatska tvrtka za upravljanje rizičnim kapitalom koja je do sada osnovala dva fonda rizičnog kapitala s ukupnim kapitalom pod upravljanjem u iznosu 80 milijuna eura.⁴⁴

2010. godine osnovan je Prosperus invest d.o.o., društvo koje upravlja jednim alternativnim investicijskim fondom, „Prosperus FGS“ - otvorenim alternativnim investicijskim fondom rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Veličina Fonda, odnosno ukupan novčani iznos obveza na uplatu svih ulagatelja, iznosi 340 milijuna kuna. To je kapital kojim Fond raspolaže za ulaganje u temeljni

³⁹ D. Jurić (2005): Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj; Financijska teorija i praksa 29 (4) str. 385-398; Pregledni znanstveni članak

⁴⁰ Fortune 500 je godišnji popis sastavljen i objavljen od strane magazina Fortune koji rangira 500 najvećih američkih korporacija prema ukupnim prihodima.

⁴¹ D. Stangler (2009), Ewing Marion Kauffman Foundation: The Economic Future Just Happened

⁴² CRANE je neprofitna udruga koja okuplja privatne investitore koji su zainteresirani za ulaganja u inovativne tvrtke u ranom stadiju razvoja.

⁴³ RSG Capital je poznati slovenski investicijski fond.

⁴⁴ Quaestus, URL: <https://www.quaestus.hr/o-nama/> (16.04.2019.)

kapital društava registriranih u Republici Hrvatskoj. Privatni ulagatelji su zajednički preuzeli Maksimalne obveze ulaganja u ukupnom iznosu od 170 milijuna kuna, dok s preostalih 170 milijuna kuna sudjeluje Vlada Republike Hrvatske. Fond je osnovan na razdoblje od 10 godina uz mogućnost produljenja za maksimalni dodatni rok od 2 godine. Društvo nema ograničenja ulaganja koja se odnose na pojedini gospodarski sektor.⁴⁵

Ukupna sredstva financiranja u Hrvatskoj dosegla su vrhunac u 2017. zbog 30 milijuna eura koje je prikupilo poduzeće Rimac Automobili (od ukupno 63,5 milijuna eura).⁴⁶ Drugo značajno ulaganje i doprinos ukupnom iznosu prikupilo je poduzeće Reversing Labs u koje je uloženo još 25 milijuna eura.⁴⁷ Većina investicija došla je kroz fondove rizičnog kapitala, neke od investitora anđela i vrlo malo od države, što odražava ustaljeni trend prethodnih godina. Razlika je u nastajanju ICO-a koji pokriva 3,5% tržišta. Podrijetlo ulaganja također ostalo u skladu s prethodnom godinom, pri čemu je azijsko tržište anomalija nastala ulaganjem u Rimac Automobili. Većina ulaganja u Hrvatskoj bila je u SAAS (Software As A Service) poslovnim i industrijskim start-upima, a uglavnom su bila usmjerena prema tvrtki Rimac Automobili koja je prikupila 49,3 milijuna dolara investicija. U industriji informacijskih tehnologija, Oradian je na vrhu, sa 743 tisuće dolara u financiranju, a slijedi ga Include sa 510 tisuća dolara u financiranju. Grafikon u nastavku prikazuje vrijednost start-up investicija godišnje u Hrvatskoj.⁴⁸

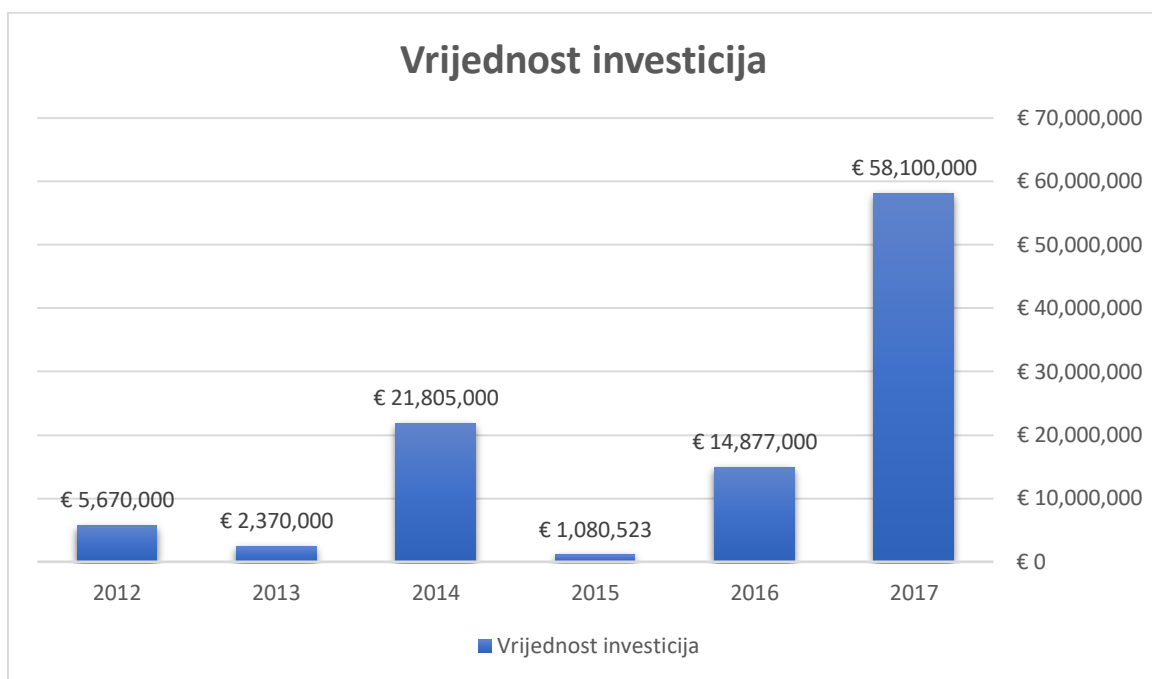
⁴⁵ Prosperus Invest, URL: <http://www.prosperus-invest.hr/content/prosperus-invest-doo> (16.04.2019.)

⁴⁶ ICT Business, URL: <https://www.ictbusiness.info/vijesti/rimac-automobili-dobili-novo-ulaganje-od-30-milijuna-eura> (21.03.2019.)

⁴⁷ Poslovni dnevnik, URL: <http://www.poslovni.hr/tehnologija/trident-i-jp-morgan-ulozili-25-mil-dolara-u-reversinglabs-335071> (23.03.2019.)

⁴⁸ 2017 je bila rekordna godina zbog investicije u tvrtke Rimac Automobili i Reversing Labs. Bez njih, vrijednost investicija iznosila je €8.5m.

Tablica 1. Vrijednost start-up investicija u Hrvatskoj



Izvor: https://infogram.com/investicije_u_2016_godini ; <http://www.poslovni.hr/hrvatska/od-sada-je-100-mil-dolara-godisnji-prosjek-investicija-353176> (24.04.2019.)

Značajan regionalni fond rizičnog kapitala u vrijednosti od 40 milijuna eura pokrenut je kao dio Fonda za razvoj i inovacije poduzeća na Zapadnom Balkanu (Western Balkan Enterprise Development and Innovation Facility (WB EDIF) koji pruža niz financijskih instrumenata i usluga podrške malim i srednjim poduzetnicima u zemljama Zapadnog Balkana. Fond je namijenjen za ulaganje u vlasnički kapital na području Zapadnog Balkana kako bi se osigurala ključna sredstva za male i srednje poduzetnike početnike i one u ranoj fazi rasta. Europski investicijski fond (EIF) odabrao je društvo South Central Ventures (SCV) za upravljanje fondom putem ureda u Zagrebu (Hrvatska), Beogradu (Srbija) i Skopju (Makedonija). Fond namjerava investirati u ukupan iznos za male i srednje poduzetnike od *seed* do rane faze rasta te inovativne sektore koji pokazuju velik potencijal za rast s posebnim fokusom na informacijskoj i komunikacijskoj tehnologiji (ICT).⁴⁹

⁴⁹ Plavi ured, URL: <https://plaviured.hr/pokrenut-regionalni-fond-rizicnog-kapitala-od-40-milijuna-eura/> (16.04.2019.)

Osim toga, Europski investicijski fond (EIF) i HBOR pokreću program ulaganja [CROGIP] u vrijednosti od 70 milijuna EUR za potporu brzorastućim malim i srednjim poduzećima te poduzećima srednje tržišne kapitalizacije koja su osnovana i posluju u Hrvatskoj. Fond su razvili EIF i Ministarstvo regionalnoga razvoja i fondova EU-a Republike Hrvatske kako bi se riješio problem manjka financijskih sredstava u ranoj fazi u Hrvatskoj.⁵⁰

Kada je riječ o samim start-up investicijama, CB Insights, internet platforma koja prati kretanja na tehnološkom tržištu, rangirala je hrvatski start-up „Gideon Brothers“ među najfinanciranijim start-upima u Europi, a s prikupljenih 2,2 milijuna eura, taj je start-up zauzeo prvo mjesto u Hrvatskoj 2019. godine. Gideon Brothers osnovan je 2017. godine, danas zapošljava 53 osobe, od kojih 9 posjeduje doktorat, a 35 je visokoobrazovano.⁵¹ Start-up, koji dolazi iz Osijeka, osmislio je prvi hrvatski industrijski robot za rad u skladištu, i to u „skladištu budućnosti“, kakav sve više koriste velike kompanije poput Alibabe i Amazona.⁵²

Prethodne 2018. godine, prvo mjesto zauzeo je dobro poznato poduzeće Rimac Automobili koji je primilo investiciju vrijednu 18,7 milijuna eura ulaskom Porsche-a u suvlasništvo. Drugo mjesto zauzeo je start-up Bellabeat, s investicijom u vrijednosti 12,5 milijuna eura.⁵³

Danas u Hrvatskoj postoji 16 poduzeća koji se bave upravljanjem alternativnim investicijskim fondovima te je na hrvatskom tržištu trenutno prisutno 35 otvorenih alternativnih fondova.⁵⁴

⁵⁰ Europska komisija, URL:

https://ec.europa.eu/croatia/news/eif_and_hbor_launch%20new_equity_investment_programme_in_croatia_for_smes_and_midcaps_hr (16.04.2019.)

⁵¹ GideonBros, URL: <https://www.gideonbros.ai/press-release/gideon-bros-top-funded-tech-startup-in-croatia/> 03.06.2019.

⁵² Poslovni dnevnik, URL: <http://www.poslovni.hr/hrvatska/gideon-brothers-ima-prvi-hrvatski-industrijski-robot-348038> (03.06.2019.)

⁵³ Poslovni dnevnik, URL: <http://www.poslovni.hr/startup-i-vase-price/bellabeat-lani-u-tisini-primio-najvecu-hrvatsku-startup-investiciju-nakon-rimac-automobila-352089> (03.06.2019.)

⁵⁴ HANFA, URL: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2> (16.04.2019.)

Slika 2. Poduzeća koja se bave upravljanjem alternativnim investicijskim fondovima u RH.

Br.	Društvo ▲	Kategorija	OIB
1	ALTERNATIVE INVEST d.o.o. ▼	veliki	34251042886
2	AUCTOR INVEST d.o.o. ▼	veliki	10637066676
3	CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima ▼	srednji	28282983081
4	Erste Asset Management d.o.o. ▼	veliki	68572873963
5	Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima ▼	veliki	89492953056
6	HONESTAS PRIVATE EQUITY PARTNERI d.o.o. ▼	veliki	32697869602
7	HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO d.o.o. ▼	veliki	07229900031
8	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima ▼	srednji	62573520714
9	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o. ▼	veliki	59300096187
10	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima ▼	srednji	61865183767
11	Maverick Wealth Management d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima ▼	srednji	81230330818
12	OTP INVEST d.o.o. ▼	veliki	96261939721
13	PROSPERUS INVEST d.o.o. ▼	veliki	58670915471
14	QUAESTUS PRIVATE EQUITY d.o.o. ▼	veliki	40761904921
15	SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima ▼	veliki	54009254385
16	ZB INVEST d.o.o. ▼	veliki	23889363045

Izvor: HANFA, URL: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2>

Start-up zajednica u Srbiji posljednjih je godina prepoznata i od strane državnih ministarstava. IKT sektor (Informacije, komunikacije, tehnologija) jedan je od glavnih pokretača gospodarskog rasta Srbije s rastom od 20% godišnje, i s udjelom IKT sektora u BDP-u zemlje oko 5%. Državni tajnik u Ministarstvu trgovine, turizma i telekomunikacija u 2015. godini pokrenuo je još jednu seriju kredita za mala i srednja poduzeća usmjerena prvenstveno na start-up i inovativne projekte (~ 5 milijuna EUR). Od rujna 2016. do ožujka 2018. Impact Hub iz Beograda provodio je projekt Google Launchpad. Rezultati su sljedeći: od 779 obučanih poduzetnika, njih 97 je podržano u pokretanju start-upa, a 30 investitora je spremno ulagati u start-upove u ranim fazama razvoja. Osam tvrtki dobilo je izravna ulaganja u ukupnom iznosu od 300 tisuća eura i zaposlilo nove ljude,

a poduzetnici su izgradili i ojačali veze s 50 mentora koji su sudjelovali u projektu. Prema Startitu, srpskoj neprofitnoj organizaciji koja je usmjerena na podršku srpskoj start-up zajednici, Srbija je postala prva zemlja u Europi čiji će akcelerator Startup Academy podržati i pridružiti se rastućoj mreži neovisnih akceleratora širom Latinske Amerike, Afrike, Europe i Azije.⁵⁵

Startup Genome organizacija je koja se bavi istraživanjem tržišta i koja svake godine radi analizu tržišta start-upa za izabrane gradove i države. Cilj Startup Genome-a je podržati regije koje su usmjerene na budućnost kako bi katalizirali njihove početne ekosustave. 2019. godine po prvi puta je u istraživanje uključena Srbija, kao jedina uvrštena država među državama Zapadnog Balkana. Rezultati istraživanja su sljedeći. Procijenjeno je da u Srbiji ima oko 200 start-upa, kao i da su često vrlo mladi. Drugim riječima, čak 22 posto od ispitanih start-upa je nastalo u proteklih godinu dana, dok je 50 posto starije od dvije godine. Što se zaposlenih tiče, start-upi ih broje ukupno 1700. Tri posto od ukupnog broja start-upa zapošljava 30 posto od tih 1700 zaposlenih. Srpski start-upi najviše su usmjereni ka poslovnim rješenjima, video igricama, umjetnoj inteligenciji, analitici velikih baza podataka i pametnim gradovima. Ukupne investicije u srpske start-upe iznose 143 milijuna eura, međutim, podaci kažu da je tek 3,45 posto start-upa uzelo 85 posto te sume. 57 posto start-upa kao svoje klijente vidi druga poduzeća (B2B), 41 posto krajnje korisnike, a samo 2 posto vidi kao kupce vladu i nevladine organizacije. Što se tiče ciljanih tržišta, dominira tržište SAD-a (37%), zatim Europa (26%), države bivše Jugoslavije (11%) te Srbija na zadnjem mjestu (11%).⁵⁶

U Srbiji trenutno ne postoji Zakon o alternativnim investicionim fondovima, samo Zakon o investicionim fondovima. Najveća razlika između investicijskih i alternativnih investicijskih fondova je u tome što prvi imaju vrlo jasno definisano u što mogu, dok drugi imaju mnogo širi spektar ulaganja. Taj širi spektar obuhvaća i fondove pothvatnog kapitala (venture capital). Međutim, u travnju 2019. godine, donešen je prijedlog Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, s namjerom unaprijeđenja i razvoja tržišta kapitala, te približavanje procesu pridruženja Srbije Europskoj Uniji. Prepoznavanje sredstava rizičnog kapitala važno je za stvaranje infrastrukturne uvjete za njihovo formiranje i olakšavanje pristupa izvorima financiranja. Naime, alternativni fondovi rizičnog kapitala će se po prvi put moći registrirati kao takvi, a ne kao društvo

⁵⁵ STARTIT, URL: <https://startit.rs/google-srpska-startup-scena-startit/> (16.03.2019.)

⁵⁶ Startup Genome (2019): Global Startup Ecosystem Report, dostupno na: <https://startupgenome.com/reports/global-startup-ecosystem-report-2019> (16.03.2019.)

s ograničenom odgovornošću (d.o.o.), što je do sada bio slučaj. Najveća važnost ovog prijedloga zakona svakako se ogleda u činjenici da će se domaći kapital (korporativni, privatni kapital fizičkih osoba, itd.) moći mobilizirati u alternativne fondove rizičnog kapitala, odnosno start-upe i inovacije. Osim toga, postojanje propisa moglo bi potaknuti strane investicijske fondove na otvaranje svojih ureda na tržištu jugoistočne Europe u Srbiji.⁵⁷

U usporedbi s Hrvatskom, Srbija je privukla značajno više stranih ulaganja u start-upe. U periodu od 3 godine, od 2015.-2017., Srbija je primila gotovo 7 milijardi eura direktnih stranih investicija, što je za 4 milijarde eura više nego Hrvatska. Srbija je ulagačima atraktivna prvenstveno zbog značajnih državnih subvencija, poreznih rasterećenja i jeftine radne snage. Kompanije koje ulažu u Srbiji mogu računati na državne subvencije od 3000 do 7000 eura po zaposlenom radniku, ovisno o visini investicije, broju otvorenih radnih mjesta i razvijenosti općine u kojoj se realizira projekt. Istovremeno, općine i gradovi se za ulagače bore smanjenjem ili potpunim oslobođanjem od plaćanja pojedinih lokalnih nameta, raznim pogodnostima za zakup ili izgradnju objekta, jeftinijim priključcima na lokalnu infrastrukturu itd. Kad je riječ o poreznim olakšicama, Srbija investitore čija ulaganja premašuju oko 8,5 milijuna eura i koji zaposle 100 radnika oslobađa plaćanja poreza na dobit na deset godina. Ulagračima se refundira i dio plaćenih poreza i doprinosa na plaće novozaposlenih radnika, koji su prethodno duže od pola godine bili u evidenciji zavoda za zapošljavanje. Također, gubitak iskazan u bilanci može se prenositi pet godina u naredni obračunski period na račun smanjenja dobiti. Sve to dovelo je do rasta direktnih stranih investicija. Prema zadnjem izvješću britanskog Financial Timesa za 2016., Srbija je privukla 12 puta više investicija nego što bi se moglo očekivati od ekonomije njezine veličine, mjereno visinom BDP-a.⁵⁸

Nadalje, značajan doprinos tržištu alternativnih fonodva donijet će izgradnja industrijskog parka u Srbiji na 320 ha površine i s potencijalom otvaranja novih radnika mjesta za 10 000 radnika. Park ima vrijednost od 220 milijuna eura, međutim ako se uzmu u obzir sve kompanije koje će

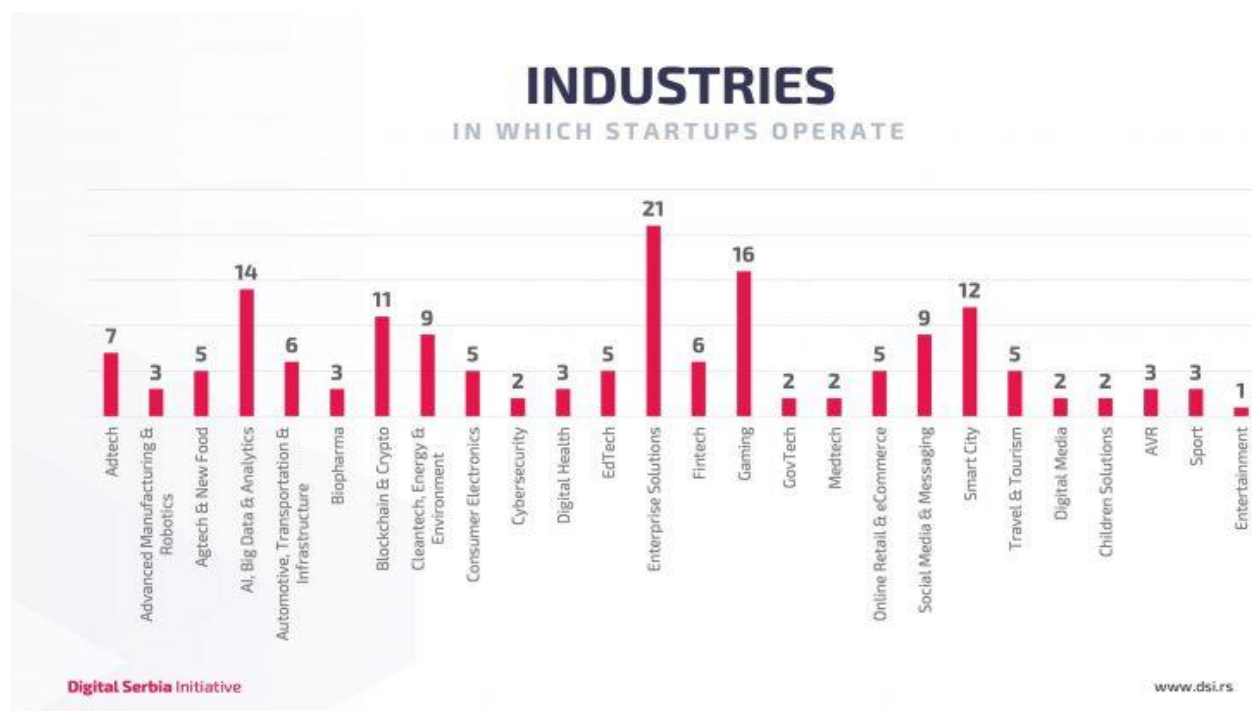
⁵⁷ STARTIT, URL: <https://startit.rs/nacrt-zakona-o-alternativnim-investicionim-fondovima-otvara-mogucnost-za-registrovanje-vc-fondova-u-srbiji/> (29.05.2019.)

⁵⁸ tportal, URL: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/srbija-nas-debelo-sisa-u-privlacenju-stranih-ulaganja-doznali-smo-sto-rade-drukije-foto-20180305> (29.05.2019.)

doći, projekt će Srbiji donijeti investiciju od 2 milijarde eura. Sporazum je sklopljen s Kinezima, a potpisao ga je srpski ministar financija Siniša Mali 18.09.2018. godine.⁵⁹

Primjer uspješnosti izgradnje srpskih start-upa je tvrtka Frame koja je nakon samo 6 godina od osnivanja, prošle godine prodana američkoj kompaniji za čak 165 milijuna eura.⁶⁰

Slika 3. Zastupljenost industrija među srpskim start-upima



Izvor: Inicijativa Digitalna Srbija (2019.)

Start-up zajednica u Srbiji je vrlo aktivna posljednjih godina - uspješno se razvija i raste, s brojnim novim tvrtkama, projektima i investicijama te se redovito održavaju konferencije i sastanci kako bi mladi poduzetnici razmijenili iskustva.

⁵⁹ BLIC, URL: <https://www.blic.rs/biznis/privreda-i-finansije/novi-sporazum-u-pekingu-industrijski-park-u-borci-zaposlice-10000-radnika/7qfrd6f> (29.05.2019.)

⁶⁰ Bizlife, URL: <https://www.bizlife.rs/biznis/poslovne-vesti/startup-iz-nisa-prodat-za-165-miliona-dolara/> (29.05.2019.)

Tržišta ostalih država Zapadnog Balkana nešto su nerazvijenija. Vlada Makedonije je 2007. pokrenula inicijativu za otvaranje 3 fonda rizičnog kapitala, u kojima bi sudjelovala i država, s ciljem odgovaranja na pitanje ima li privatni sektor ambicije kad se radi o ulaganju u rizične investicijske projekte u suradnji s Vladom. Inicijativa je završila neuspješno.⁶¹

Danas Makedonija ima nekoliko investicijskih fondova, međutim uglavnom se bave ulaganjem u vrijednosne papire. Prvi investicijski fondovi koji se bave se ulaganjem rizičnog kapitala su SEAF, EBRD, and Small Investment Fund (SIF).⁶²

Aktivnosti rizičnog kapitala u Makedoniji su u povojima, ali vlada je poduzela važne korake za poboljšanje ekosustava za fondove rizičnog kapitala i uspostavila relevantni pravni okvir. Trenutno je za makedonska mala i srednja poduzeća na raspolaganju nekoliko fondova privatnog i rizičnog kapitala, ali je ukupni investicijski portfelj još uvijek ograničen. Centar za poduzetništvo i izvršni razvoj (CEED) podupire niz start-up poduzeća kroz mala vlasnička ulaganja ili zajmove. Namjenski novac namijenjen je pokretanju start-upa u sljedeću razvojnu fazu (npr. razvoj prototipa), iz koje je lakše privući strana ulaganja. Tvrtke u koje organizacija ulaže bira Upravni odbor Zaklade CEED. Zaklada također vodi Klub poslovnih anđela, sa 16 članova koji su spremni ulagati u poslovne ideje ili postojeće tvrtke. Od lansiranja 2014. godine članovi Kluba investirali su u četiri poduzeća.⁶³

U Bosni i Hercegovini ne postoji fond za rizični kapital. Sljedeći rezultati su utemeljeni na informacijama dobivenim iz razgovora s nekim od stranih fondovima rizičnog kapitala i ukazuju na to da niti jedan fond nije imao investicijske aktivnosti u Bosni i Hercegovini. Najčešće navođeni razlozi povezani su s nerazvijenim tržištima kapitala, nedostatkom atraktivnosti tržišta u smislu veličine, jezičnih i kulturnih prepreka te nedostatka znanja o ulaganjima, mogućnosti i nedovoljno razvijena tehnološka infrastruktura. Za privlačenje fondova rizičnog kapitala u Bosnu i Hercegovinu potrebno je poboljšati tržišne uvjete u zemlji. Osigurati gospodarski i politički razvoj

⁶¹ Ministry of Economy of the Republic of Macedonia (2008) The draft version of self-evaluation report regarding the European Charter for Small Enterprises

⁶² Msrík, Jadranka and Lazarevski, Dimche and Smokvarski, Edi, Evolution of the Venture Capital Financing for Growing Small and Medium Enterprises in Central and Eastern Europe Countries: The Case of Macedonia, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2137033> (03.06.2019.)

⁶³ Microfinance Centre (2017): Supporting "Generation Start-Up": Opportunities For Macedonia, Case study podržan od „European Union Programme for Employment and Social Innovation“, dostupno na: <http://mfc.org.pl/wp-content/uploads/2017/11/Macedonia-Start-up-Ecosystem-report-ENG.pdf> (04.06.2019.)

te omogućiti razvoj poduzetničkog i dinamičnog privatnog sektora za privlačenje privatnog kapitala i rizičnog kapitala. Tvrtke iz Bosne i Hercegovine trebale bi biti mnogo više proaktivne u međunarodnim tržištima putem umrežavanja, konferencija i foruma, posebno namijenjenih pokretanju poslovanja, izgradnji inovacija i malih i srednjih poduzeća. Ispitanici su također naglasili da fondovi rizičnog kapitala imaju tendenciju ulagati u poduzeća s neovisnim menadžmentom, snažnom tržišnom pozicijom i onima koji su već pokazali pozitivne poslovne rezultate i povrat ulaganja. Bosna i Hercegovina je prilično mala, multietnička zemlja s nestabilnom političkom situacijom koja nije povoljna za privlačenje stranih fondova rizičnog kapitala.⁶⁴

Albanija i njen finansijski sustav nije iskusio nikakvo tipično funkcioniranje fondova privatnog vlasničkog kapitala, barem ne u obliku koji je poznat i primijenjen u SAD-u ili bilo gdje u svijetu. Međutim, postoje značajni institucionalni elementi koji još uvijek nedostaju, koji bi mogli stvoriti punu operativnu liniju rizičnog kapitala na albanskom finansijskom tržištu. Kada je riječ o poslovnom okruženju u Albaniji, nije diskriminirajuće i neprijateljski protiv postojanja fondova privatnog vlasničkog kapitala. Nedostatak uspostavljene i funkcionalne burze u Albaniji mogao se smatrati preprekom stvaranja i djelovanja takvih inicijativa unutar finansijskog tržišta. Normalno, prisutnost fondova rizičnog kapitala zahtijeva funkcioniranje tržišta kapitala od burze, jer bi trebala biti krajnje odredište tvrtki koje se financiraju i podržavaju od strane tih fondova. Samo postojanje tržišta kapitala nije jedini preduvjet za uspješnu aktivnost alternativnih investicijskih fondova, budući da samo postojanje tržišta ne jamči ispravno funkcioniranje industrije.⁶⁵

Start-up ekosustav Kosova nije startno središte za balkansku regiju, ali s rastućim brojem start-upa, poduzetnika i aktera ekosustava izgradio je dobru infrastrukturu za start-upe. Značajne institucije i akteri koji djeluju u ekosustavu uključuju Inovacijski centar Kosovo (osnovan 2011., pokretački inkubator - centar za obuku koji je u početku podržao norveško Ministarstvo vanjskih poslova i sada veleposlanstvo Švedske i drugi donatori), STIKK - Kosovska ICT udruga, osnovana

⁶⁴ Robert D. Hisrich, Saša Petković, Veland Ramadani, Léo-Paul Dana, (2016); "Venture capital funds in transition countries: Insights from Bosnia and Herzegovina and Macedonia", Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23 Issue: 2, pp.296-315, dostupno na: https://www.academia.edu/34192178/Venture_capital_funds_in_transition_countries_Insights_from_Bosnia_and_Herzegovina_and_Macedonia (05.06.2019.)

⁶⁵ Meka, Elvin (2016): Private Capital Funds And Their Role In Albanian Financial Market, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/307557719_PRIVATE_CAPITAL_FUNDS_AND_THEIR_ROLE_IN_ALBANIAN_FINANCIAL_MARKET (05.06.2019.)

2008. godine, IPKO Zaklada, UNICEF Innovations Lab Kosovo, Priština Hackerspace, Bonevet, Open Data Kosovo, Gjirafa Lab (novi pokretački inkubator / akcelerator koji je osnovao Gjirafa Inc. 2017. godine), CEED Kosovo, Američko sveučilište na Kosovu - RIT, Američka komora Kosova – AmCham. Institucije, donatori, pristaše, sveučilišta i drugi relevantni akteri više ili manje surađuju u ostvarenju određenih zajedničkih ciljeva i projekata. Neki dobri primjeri suradnje uključuju Globalni tjedan poduzetništva, čiji je domaćin Inovacijski centar Kosovo, koji okuplja brojne aktere koji će surađuju i organiziraju različite aktivnosti. Značajni start-upovi koji su izašli s lokalnog tržišta od 2011. godine uključuju: Gjirafa Inc. (do sada prikupio 2 milijuna dolara), Hello (u iščekivanju ulaganja od strane poslovnog anđela), SOLABORATE, HUM App, Formon.⁶⁶

Crnogorski startup ekosustav je u ranoj fazi formiranja. Iako je zemlja među najmanjim u Europi po veličini stanovništva, već je prepoznata kao pokretač u regionalnom startup ekosustavu. Sve je počelo s prvim start-up natjecanjem organiziranim u sklopu konferencije Spark.Me. Konferencija okuplja utjecajne ljude koji se bave razvojem novih poslova iz cijelog svijeta i daje cijeloj regiji priliku za umrežavanje i učenje na području poslovnog razvoja, digitalizacije poslovanja i novih marketinških metoda. Održava se jednom godišnje, a 2017. godine bilo je 600 sudionika iz cijelog svijeta. Konferenciju organizira agencija nacionalnog registra domena Domain.Me u suradnji s NVO Digitalizuj.Me. Od 2011. godine bilo je 7 startupa s osnivačima iz Crne Gore: TourViaMe, BudoFinder, BeeAnd.me, More Money, Clockwork Briefcase, The Badger i Talkini. Iako počinje djelovati kao dinamična destinacija za poduzetništvo, Crna Gora nije ni blizu postajanja obećavajućeg odredišta za pokretanje start-upa. Vladina podrška, promjene u obrazovnom sustavu, živahnija mreža rizičnog kapitala, anđeoskih investitora i mentora još uvijek nedostaju kako bi pomogli zemlji da stigne tamo. To su ključni razlozi zbog kojih se većina osnivača start-upa seli u inozemstvo.⁶⁷

⁶⁶ ABC Accelerator Group (2017): Southeast Europe Startup Report 2017, dostupno na: https://www.ict-cs.org/fileadmin/user_upload/south_east_startup_report_5.pdf (05.06.2019.)

⁶⁷ Ibidem

4. PODUZEĆA KOJA SE BAVE TEHNOLOGIJOM U NASTAJANJU I NJIHOV PRISTUP INVESTIRANJU

Poduzeća koja ulažu u tehnologije u nastajanju ciljaju na ulaganje u ranijim fazama nastajanja tehnologija, točnije u Seed konceptu ili u razvojnim fazama (start-up, Series A), a većina poslova dolazi iz sektora tehnologije, medija i telekomunikacija.

4.1. Proces i načini financiranja budućih tehnologija od strane fondova i poduzeća

Svako start-up poduzeće započinje sa poslovnom idejom koju postepeno razvija i oblikuje. Da bi start-up poduzeća dospjela do faze u kojoj se uspješno pozicioniraju na tržište i ostvaruju daljnji rast iznimno je bitno nakon izrade poslovnog plana pristupiti sljedećim koracima. Prvi korak je analiza ideje (*Problem/Solution Fit*) u kojem sa analizira je li uopće postoji problem vrijedan rješavanja jer pogrešna procjena dovodi do velikog gubitka novca i vremena. U drugom koraku, razvoj proizvoda (*Product /Market Fit*) postavlja se pitanja je li taj proizvod nešto što ljudi žele i kako zapravo proizvod rješava problem. Ovaj korak je jako bitan jer imati proizvod koji ne rješava određeni problem vrlo teško će omogućiti uspješan izlazak na tržište i daljnji uspjeh poduzeća. Treći korak je ostvarivanje prihoda (*Scale*) i kod njega se postavlja pitanje kako ubrzati rast poduzeća. Ova faza veoma je bitna jer ona nastupa nakon uspješne druge faze razvitka proizvoda u kojoj je razvijen proizvod koji rješava određeni problem. Daljnji naponi se usmjeravaju prema rastu i razvitku poduzeća i određena vrsta uspjeha u toj fazi je zagarantirana.⁶⁸

Sljedeće faze su točka pokrića i izlaz. Točka pokrića za start up označava trenutak u kojem poduzeće ostvaruje veće prihode nego što ima rashode. Točka pokrića za mnoga start-up poduzeća ostvaruje se od tri do pet godina od same ideje. Izlaz, kao zadnja faza start-up poduzeća označava kraj poduzetničkog pothvata i vlasnik nastoji izlaskom ostvariti što veću zaradu.⁶⁹

Na tržištu postoje poslovni anđeli, fondovi pothvatnog kapitala (Venture Capital) te fondovi privatnog vlasničkog kapitala (Private Equity).

⁶⁸ Maurya, A. (2012). *Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works*, O Reiley Media, CA, str. 8-10.

⁶⁹ Croatian business angels network: dostupno na: <http://www.crane.hr/startup/> (08.05.2019.)

4.1.1. Poslovni anđeli

Poslovni anđeli u principu predstavljaju fizičke osobe s viškom novčanih sredstava, znanjem u određenoj grani poslovanja i menadžerskim iskustvom. Najčešće se radi o osobama koje su bile uspješne u određenoj grani poslovanja pa kapital i znanje stečeno u toj grani žele uložiti u njima zanimljiva start-up poduzeća uglavnom u istoj grani poslovanja. Prije kontaktiranja poslovnih anđela od strane start-up poduzeća radi mogućeg financiranja dobro je znati da se razlikuju sljedeće vrste poslovnih anđela:⁷⁰

- Guardian angels – anđeli čuvari (bivši uspješni poduzetnici u istoj grani poslovanja kao i start-up poduzeće)
- Entrepreneur angels – anđeli poduzetnici (bivši uspješni poduzetnici ali ne u istoj grani poslovanja kao i start-up poduzeće)
- Operational angels – operativni anđeli (radili su u istoj grani poslovanja kao i start-up poduzeće ali u velikoj firmi pa im možda nedostaje znanja sa manjim firmama)
- Financial angels – financijski anđeli (sudjeluju samo sa financijskom investicijom u start-up poduzeću radi ostvarivanja povrata na svoja uložena sredstva)

Bitan je odabir dobrog poslovnog anđela jer start-up poduzeće osim uvijek dobro došle investicije dobiva i poslovnog partnera više ili manje kvalitetnog o čemu ovisi i daljni razvoj poduzeća. Činjenica da su postigli uspjeh u djelatnosti u koju sad žele uložiti znači da imaju znanje, kontakte i osobnu reputaciju. Sve ove vrste poslovnih anđela sudjeluju u većoj ili manjoj mjeri u financiranju start-up poduzeća makar se mora naglasiti da poslovni anđeli ulažu puno manja financijska sredstva nego što to čini formalni rizični kapital ali su spremni pomoći svojim iskustvom i znanjem. Prilikom odluke o financiranju od strane poslovnih anđela također se mora znati i da poslovni anđeli iz investicije izlaze: ponudom osnivaču da otkupi njihov udjel; ponudom svoga udjela nekom od fondova rizičnog kapitala; otpisom potraživanja ako je investicija propala.⁷¹

⁷⁰ Migač, M. (2016): Poslovni anđeli-alternativni izvori financiranja poduzeća i ideja, Sveučilište Sjever, Varaždin, str. 10.

⁷¹ Učilište Studium (2015), Izvori financiranja start up poduzeća; Priručnik za korisnike usluga i potencijalne stanare poduzetničkog inkubatora

4.1.2. Fondovi pothvatnog kapitala (Venture Capital) i privatnog vlasničkog kapitala (Private Equity)

Oni koji se bave rizičnim kapitalom skupljaju sredstva od mnogih investitora i ulažu ga putem fonda koji je većinom strukturiran kao društvo s ograničenom odgovornošću. U toj se strukturi investitori “pretplate” na fond i obvezuju se na izdatak određenog iznosa tijekom životnog ciklusa fonda. Venture capital tvrtka ili tim upravitelja investicija su menadžeri fonda. Menadžer fonda povlači kapital koji su investitori uložili prema potrebi za ulaganja, pokrivanje troškova i vlastitih naknada za upravljanje. Kapital iz fonda obično traje 2-3 godine i iz njega se obavi oko 10-20 investicija. Životni ciklus fonda traje oko 10 godina, a u tom vremenu menadžer mora obaviti sve izlazne strategije, realizirati investicije, s mogućnošću produživanja životnog vijeka za 2-3 godine pod uvjetom da se većina partnera slaže.⁷²

U užem smislu privatna vlasnička kapitalna ulaganja (eng. Private equity) predstavljaju poseban oblik ulaganja pri čemu se poslovni udjeli u poduzeću privatno drže. Pri tome se ulagačka glavnica kombinira s posuđenim sredstvima te se uz korištenje učinka financijske poluge ostvaruje ulaganje. Ti se fondovi još mogu nazivati fondovi privatne vlasničke glavnice i privatnoga otkupa poduzeća. Fondovi pothvatnog kapitala (eng. Venture capital) predstavljaju poseban oblik rizičnih ulaganja u nova inovativna i rastuća poduzeća koja još nemaju dovoljno kapitala niti obujam poslovanja. Fondovi pothvatnog kapitala se dijele i po fazama ulaganja u rani pothvatni kapital te u kasnije faze rasta poduzeća. U širem smislu alternativni mogu obuhvaćati fondove privatnih vlasničkih kapitala (eng. Private equity), fondove pothvatnog kapitala (eng. Venture capital), hedge fondove, fondove od fondova za pojedine kategorije ulaganja (eng. Fund of funds) te fondove za ulaganja u manje likvidne dugove u restrukturiranju, izvedenice, robna ulaganja. Alternativne investicije predstavljaju ulaganja izvan tradicionalnih kategorija ulaganja, kao što su primjerice dionice i obveznice. Bitno obilježje alternativnih investicija je smanjena preglednost ulaganja, ranijih rezultata i povezanih okolnosti, ograničenje na veće kvalificirane investitore, privatno držanje, skuplji proces ulaganja te ograničena likvidnost.⁷³

⁷² Christofidis, C., Debande O. (2001): Financing innovative firms through venture capital, European Investment Bank, dostupno na: www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf (11.06.2019.)

⁷³ Ilić, M. (2016). Odrednice međunarodnih tokova ulaganja i investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 14 (2), 45-61, dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/170201>

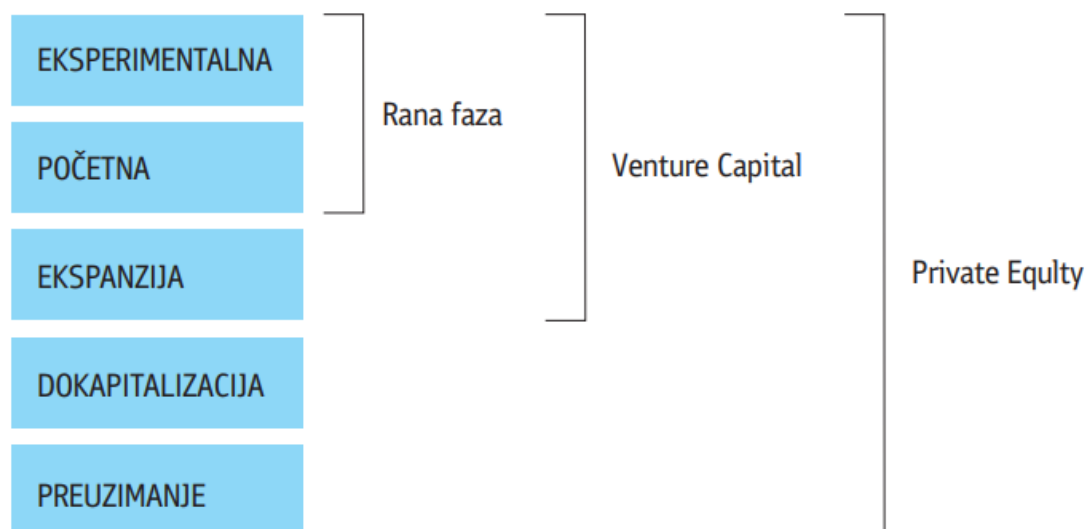
Ulagачi putem fonda privatnih vlasničkih kapitala ulažu u poduzeća i ulaze u vlasničku strukturu samoga poduzeća, sudjeluju u raspodjeli dobiti i donošenju poslovnih odluka te ne ulažu samo u mala i perspektivna poduzeća, već i poduzeća kojima je potrebno restrukturiranje, priljev novog kapitala i sl. Ulagачi putem fondova pothvatnog kapitala ulažu u poduzeća koja imaju jake perspektive rasta, pomažu u poslovanju, upravljanju, donošenju poslovnih odluka i financiranju, ali ne ulaze u vlasničku strukturu poduzeća. Nakon uspjeha poduzeća i financijske stabilnosti, ulagači iz pothvatnog kapitalnog fonda se povlače iz poduzeća uz uzimanje određene naknade.⁷⁴

Poznato je da alternativni fondovi, posebice privatni fondovi vlasničkog kapitala i pothvatnog kapitala imaju važnu funkciju opskrbe financijskih tržišta rizičnim kapitalom i kapitalom koji je dio restrukturiranja poduzeća. Segment fondova pothvatnog kapitala je posebno važan zbog pružanja kapitala za nova i rastuća poduzeća koja nisu pogodna za klasično financiranje jer nemaju kolateralu i predvidivih novčanih tokova. Većina svjetskih visokotehnoloških poduzeća je osnovana uz poduzetničku inicijativu i uz pomoć fondova pothvatnog kapitala. Time ekonomije koje nemaju razvijen sustav fondova pothvatnog kapitala i koje imaju bankocentričan financijski sustav imaju znatno smanjene mogućnosti razvoja novih perspektivnih poduzeća.⁷⁵

⁷⁴ Učilište Studium (2015), Izvori financiranja start up poduzeća; Priručnik za korisnike usluga i potencijalne stanare poduzetničkog inkubatora

⁷⁵ Ilić, M. (2016). Odrednice međunarodnih tokova ulaganja i investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 14 (2), 45-61. dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/170201>

Slika 4. Financiranje od strane fondova prema fazama projekta



Izvor: Učilište Studium (2015), Izvori financiranja start up poduzeća

4.2. Trendovi na tržištu budućih i tehnologija u nastajanju

U suvremeno doba brojni su fondovi privatnog vlasničkog kapitala i pothvatnog kapitala već pri samome formiranju regionalno i sektorski određeni kao dio procesa predstavljanja novih fondova ulagačima pri prikupljanju sredstava. To je važno u europskome kontekstu fondova privatnih vlasničkih ulaganja. Prema fokusu ulaganja ulagači i drugi kasniji sudionici u ulaganjima razmatraju alternativne fondove i kasnije perspektive za ostvarenjem poslovnoga rezultata. Takav pristup je uvjetovan spremnošću ulagača da ulažu u nekom području gdje ima perspektive za ostvarenje povrata i gdje je moguće ostvariti dobre uvjete ulaganja. Ti faktori su podložni promjenama uz dugotrajno povoljan status ekonomija gdje su već ranije postojale razmjerno visoke razine alternativnih investicija. Pri tome je vrlo važna konkurentnost za te tokove kapitala kao i postojanje odgovarajućih ulagačkih prilika.⁷⁶

⁷⁶ Ilić, M. (2016). Odrednice međunarodnih tokova ulaganja i investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 14 (2), 45-61. dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/170201>

Start-up poduzeća u današnje vrijeme najviše su orijentirana na visokotehnološke proizvode odnosno proizvodnju softwarea koji im omogućuje rad u fleksibilnim uvjetima i ovakav tip proizvoda ima najveći potencijal za rast.⁷⁷ Upravo orijentiranost na visokotehnološke proizvode je glavna karakteristika koja start-up poduzeća razlikuje od ostalih malih poduzeća na tržištu. Specifičnost start-up poduzeća također je što se njihova vrijednost nalazi u intelektualnom vlasništvu. Zbog svega toga start-up poduzeća, između ostalog, trebaju institucionalnu podršku koja je na neki način prilagođena njihovim potrebama. Prije svega su to savjetovanja, edukacije, mentorstva te pomoć pri ostvarivanju poslovnih kontakata jer poslovanje s proizvodima visoke tehnologije uz eventualni izlazak na inozemno tržište, zahtjeva snažnu podršku.⁷⁸

Kako se start-up scena konstantno sve više širi, u fokus priče dolaze novi načini započinjanja i razvijanja poslovanja. Na tržištu tu ulogu imaju start-up inkubatori i akceleratori. Inkubatori mladim tvrtkama otvaraju pristup investicijama i stručnosti te stvaraju okruženje u kojem tvrtke mogu biti konkurentne, inovativne i rasti. Cilj inkubatora je pomoći start-upu da razvije ideju do početnog proizvoda. Inkubatori pružaju prostor za rad te osiguravaju mentore koji savjetuju članove u vezi poslovnog modela. Nakon razvoja prvog proizvoda i izlaska iz inkubatora nastupaju akceleratori. Glavna razlika između inkubatora i akceleratora je ta što akceleratori pomažu u pronalaženju investitora te traje između 3-6 mjeseci. Akceleratori pomažu mladim poduzetnicima da ubrzaju svoj razvoj. Pomažu im stvoriti čim više veza i kontakata s većim tvrtkama koje mogu poslovanje podići na višu razinu. Najpoznatiji akceleratori u našoj regiji i Europi su: SeedCamp, StartupBootCamp, Founder Institute.⁷⁹

⁷⁷ Klačmer Čalopa, M., Horvat, J. i Lalić, M. (2014): Analysis of financing sources for start-up companies, Management, Vol. 19, str. 19.

⁷⁸ Šokić, T. (2009): Financiranje start-up poduzeća u Europskoj uniji, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, str. 1.

⁷⁹ MINIMAX, URL: <http://www.minimax.hr/blog-startup-kako-krenuti/> (08.06.2019.)

4.3. Rizici kod poduzeća koja ulažu u buduće i tehnologije u nastajanju

Na početku ovog poglavlja objasniti će se popularnost inicijalne ponude tokena (Initial Coin Offering – ICO). ICO je proces dokapitalizacije u kojem poduzeće (najčešće start-up) izdaje tokene, odnosno svoju kriptovalutu investitorima u zamjenu za tradicionalne valute, poput dolara i eura ili mnogo češće u zamjenu za virtualne valute poput bitcoina ili ethereuma. Svrha ICO-a može biti različita. Neki tokeni služe za kupnju proizvoda kompanije koja je pokrenula ICO, neki daju prava glasa u budućim planovima kompanije, a neki nemaju nikakva opipljiva prava. Inicijalna ponuda tokena je u izravnoj vezi s dostupnosti i upotrebom rizičnog kapitala jer se često prikazuje kao jeftinija alternativa tradicionalnim fondovima rizičnog kapitala. Međutim, postoje različiti regulatorni i drugi rizici koji proizlaze iz značajnih muljaža, *phishinga*⁸⁰, Ponzi shema i dr. Komisija za vrijednosne papire i burze SAD-a (SEC) izdala je izričita upozorenja investitorima da budu vrlo oprezni prema prevarantima koji koriste ICO-ove, posebice u kolokvijalno nazvanim "pump and dump" sustavima, gdje se kapital ubrzano povećava i odmah odbacuje u zamjenu za druge instrumente na dobit, sve u vrlo kratkom intervalu. Uprava za financijsko ponašanje u Velikoj Britaniji također je upozorila da su ICO-ovi vrlo visoki rizik i špekulativna ulaganja, da su u nekim slučajevima prevare i često ne nude zaštitu ulagačima. Čak i u slučajevima legitimnih ICO-a, financirani projekti obično su u visokom riziku u ranoj fazi razvoja, uz značajan negativni potencijal za ulagače.⁸¹

Depozit investitora za kripto valutu za kripto platformu u zamjenu za žetone koji osiguravaju pravo na korištenje kripto proizvoda povezanog s platformom u budućnosti, takvim ulagačima nije pružio nikakav, ili vrlo ograničen utjecaj, na to kako će se ta sredstva koristiti. Daljnja ograničenja za nositelje tokena koji predstavljaju značajne faktore rizika uključuju nemogućnost nositelja žetona, za razliku od dioničara u tradicionalnoj infrastrukturi, da glasuju za ili protiv direktora ili da imenuju direktore. Dok institucionalni investitori mogu utjecati na odluke izdavatelja tokena u pretprodaji ICO-a, stvarni ulagači ICO-a obično nemaju takav utjecaj i

⁸⁰ Phishing je vrsta socijalnog inženjeringa koja se odnosi na prijevare, kojima se služe zlonamjerni korisnici šaljući lažne poruke koristeći pritom postojeće internet servise. Riječ je o kriminalnoj aktivnosti. Koristeći razne načine manipulacije, kriminalci od korisnika pokušavaju prikupiti povjerljive podatke (korisnička imena, lozinke, podaci s kreditnih kartica i sl.) kako bi ostvarili financijsku korist.

⁸¹ Chohan, Usman W., Initial Coin Offerings (ICOs): Risks, Regulation, and Accountability (November 30, 2017). Discussion Paper Series: Notes on the 21st Century. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3080098> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3080098>

jednostavno trebaju imati povjerenja u njih i njihove poslovne namjere. Jedina prava kontrola za nositelje tokena je njihova odluka da drže ili prodaju svoje tokene, međutim čak i to može biti ograničeno dok se token ne uvrsti u cijelosti na burzi.⁸²

Na razini fondova alternativnog kapitala postoje vrlo značajni operativni rizici. Oni se razlikuju po intenzitetu i učestalosti i vezani su uz upravljačke procese i osobe vezane uz fondove alternativnog kapitala. Operativni rizici utječu na faktore reputacije alternativnih fondova. Priroda upravljačkih procesa alternativnih fondova je u velikoj mjeri određena individualnim i manje formalnim donošenjima odluka prema procjeni uprave fondova alternativnog kapitala. Taj faktor, između ostalog, određuje razinu rizika upravljačkih procesa fondova alternativnog kapitala. Budući da se kvaliteta upravljačkih procesa u velikoj mjeri temelji na upravljačkim kadrovima fonda, bitna je njihova adekvatna selekcija.⁸³ Adekvatno planiranje investicija s bolje razrađenim poslovnim planom, uz adekvatnu selekciju kadrova, čini bitan faktor smanjenja upravljačkog rizika fondova alternativnog kapitala.⁸⁴ U tehničkom smislu standardizacijom poslovnih procesa znatno se smanjuje tehnički rizik.⁸⁵

Neki od najvažnijih čimbenika koji može utjecati na poslovanje fondova alternativnog kapitala su pad stope gospodarskog rasta u kombinaciji sa smanjenjem gospodarske aktivnosti i dostupnosti sredstava na financijskim tržištima. Manje promjene takvih uvjeta redovito vode do znatnog smanjenja aktivnosti fondova alternativnog kapitala i pripadnih stopa povrata za sve ulagače te vrijeme držanja investicija. Time se rizik prenosi u financijski sustav u onoj mjeri koliko postoje ulaganja u alternativne fondove i kako su organizirana. Rizik se u manjoj mjeri očituje na mogućnost gubitka investicija, što je faktor dobre poslovne strategije fonda koji upravlja

⁸² Kaal, Wulf A. and Dell'Erba, Marco, Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags (November 8, 2017). Forthcoming, Fintech Handbook, Florian Möslin & Sebastian Omlor eds., Verlag C.H. Beck (2018) ; U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3067615>

⁸³ Lerner, J., Schoar, A. i Wongsunwai, W. (2007), Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle, *Journal of Finance*, 62 (2), str. 731-764.

⁸⁴ Buchner, A., Abdulkadir M. i Schwenbacher, A. (2015), Does Risk Explain Persistence in Private Equity Performance, Working paper

⁸⁵ Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L. i Gottschalg, O. (2015), Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3), str. 377-411.

imovinom, a u većoj se mjeri očituje na mogućnost izostanka odgovarajuće stope povrata i na duže vrijeme držanja investicije s manjim povratom.⁸⁶

⁸⁶ Strömberg, P. (2008), The new demography of private equity, u Lerner, J. and Gurung, A. (ur), The Global Impact of Private Equity Report, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, World Economic Forum, str. 3–26.

5. POTENCIJALNI UTJECAJ INVESTIRANJA U BUDUĆE I TEHNOLOGIJE U NASTAJANJU

Stvaranjem novih poduzeća koji ulažu u novonastale tehnologije, prve značajne potencijalne promjene očitavaju se u kreiranju novih radnih mjesta i drugačijoj organizacijskoj kulturi koju kreiraju moderna poduzeća, uključujući i start-upe.

5.1. Poduzetništvo u srednjoj Europi

Srednjoeuropski entuzijazam prema poduzetništvu znatno je manji od onoga što bi trebao biti, a ometao je gospodarski rast u prošlosti, kao i ekonomsku otpornost u krizi. Velik dio ove slabosti leži u percipiranom nedostatku mogućnosti zbog nedostatka dostupnih financijskih sredstava i općoj nenaklonosti prema “poduzetništvu” kao zadnjoj opciji. To je posljedica činjenice da se veliki dio bogatstva stvorenog u srednjoj Europi dogodio 1990-ih kroz proces koji je imao za cilj demokratizaciju tih tržišta, ali koji je umjesto toga rezultirao neprimjerenom moći u rukama pojedinaca u svakoj jurisdikciji. Stoga je “poduzetništvo”, umjesto s razvojem inovativnih poduzeća, povezano s raskidom imovine i arbitražom utemeljenom na imovini. Osim toga, politička moć koju predstavljaju bogati pojedinci daleko nadmašuje moć koju posjeduje javnost. Iako to ne utječe na ukupnu perspektivu poslovnog sektora, osobito onih u nastajanju gdje ne postoji izravna prijetnja konkurencije bogatstvu tih pojedinaca, ta tržišta nisu demokratska.⁸⁷

Dijelom zbog procesa stjecanja bogatstva u srednjoj Europi, a dijelom zbog porezne politike, lokalni poduzetnici, gdje i postoje, često brane netransparentnost kao nužnost i uspostavljaju netransparentnu poslovnu taktiku unutar svojih tvrtki. To u velikoj mjeri koči rast kapitala i umanjuje vjerodostojnost “poduzetničkih poduzeća” u srednjoj Europi kako kod lokalnih stanovnika, tako i kod inozemnih tvrtki, financijskih institucija i regulatornih tijela. Ova tendencija prema netransparentnosti, osim ako se ne riješi, mogla bi rezultirati krizom u srednjoj Europi, kao što je to slučaj u nekim zapadnim jurisdikcijama EU-a sa sličnim praksama. Prema Global Entrepreneurship Monitor-u (GEM), centralnoeuropske jurisdikcije imaju slične probleme u

⁸⁷ Kiss, Y. (1993). Paradoxi privatizacije u Istočnoj i Srednjoj Europi. Društvena istraživanja, 2(3), 3-29.

pogledu niskog učinka poduzetništva.⁸⁸ Visoke stope nadnica i vladine politike imaju negativan učinak na uključivanje u nove poslovne pothvate, suprotno od onog što bi se od njih očekivalo. Regija srednje i istočne Europe nalazi se u tranziciji od gospodarstava usmjerenih ka učinkovitosti prema gospodarstvima usmjerenih ka inovacijama te se tako okreće prema fokusu na znanju. Ova tranzicija ne može se ubrzati dok se ne pojavi kultura koja podržava poduzetničku aktivnost.⁸⁹ „Transparency International“ rangira tvrtke iz srednje Europe iznimno nisko u pogledu transparentnosti poduzeća.⁹⁰ Poduzetnici na lokalnim tržištima često brane svoj nedostatak transparentnosti i taktike smanjenja poreza kao nužnost preživljavanja. Ironično, lokalne porezne vlasti često sudjeluju u tim aktivnostima ignorirajući nepravilnosti u financijskim izvještajima i obrascima koje bi odmah podigle crvenu zastavu na Zapadu. Neuspjeh u izgradnji transparentnih tvrtki u skladu s lokalnim poreznim zakonima stvara dugoročan problem koji će se jednom neizbježno morati ispraviti uz velike troškove, ukoliko se ne riješi na vrijeme.⁹¹

5.2. Ekonomski i socijalni aspekt stvaranja novih radnih mjesta

Riješenje globalne krize počiva na stvaranju novih radnih mjesta. Budući da je većina stvorenih radnih mjesta bila i kroz nova poduzeća, start-upi i poduzeća koja ulažu u tehnologije u nastajanju predstavljaju priliku da se to rješenje realizira. Budući da su gotova sva otvorena radna mjesta rezultat formiranja novih poduzeća⁹², niti jedno gospodarstvo srednje i istočne Europe ne može biti ekonomski održivo bez poduzetničkog motora koji bi ga potaknuo. U EU-i je više od 85% svih radnih mjesta stvorenih između 2002. i 2010. stvoreno putem malih i srednjih poduzeća. Osim toga, gospodarstva s jakom bazom inovativnih tvrtki, ili koja imaju dinamiku koja podržava formiranje i rast inovativnih tvrtki, bila su daleko otpornija na krizu od bilo koje druge.⁹³

⁸⁸ GEM World Economic Forum, 2016, Europe's Hidden Entrepreneurs: Entrepreneurial Employee Activity and Competitiveness in Europe, dostupno na: http://www3.weforum.org/docs/WEF_Entrepreneurship_in_Europe.pdf (15.04.2019.)

⁸⁹ Global Entrepreneurship Monitor (2012), 2011 Extended Report: Entrepreneurs and Entrepreneurial Employees Across the Globe

⁹⁰ Transparency International, URL: <https://www.transparency.org/country> (DATUM PRISTUPANJA STRANICI 15.04.2019.)

⁹¹ Grdinić, M. (2015). Međuovisnost poreznih struktura i ekonomskog rasta u odabranim državama srednje i istočne Europe i Republici Hrvatskoj (Doctoral dissertation, University of Rijeka. Faculty of Economics.).

⁹² Cieślík, Jerzy. (2014). Entrepreneurship and job creation.

⁹³ Kok J., Vroonhof P., Verhoeven W., Timmermans N., Kwaak T., Snijders J., Westhof F. (2011), EIM Business & Policy Research on behalf of the European Commission: Do SMEs create more and better jobs?

5.3. Utjecaj start-upa na razvoj poslovne atmosfere

Važnost menadžmenta i kvalitetnih menadžera je neosporna za uspjeh svake organizacije. Uspjeh organizacije će biti tim veći ako menadžment uvažava „ljudsku perspektivu“, odnosno ljudsku komponentu organizacije. Upravo u odnosu prema ljudima u organizaciji, diferencira se moderni menadžment od klasičnog menadžmenta.⁹⁴

Tradicionalna organizacija predstavlja organizacijsku strukturu u poslovanju koja je hijerarhijska, što znači da autoritet i moć teku vertikalno i prema gore, a zaposlenici su raspoređeni u odjele. Svi zaposlenici slijede zapovjedni lanac. Najviši menadžer je glavni koordinator svih odjela, a svaki odjel ima voditelja koji onda odgovara tom menadžeru. Kao vojni sustav - vrlo hijerarhijski, organiziran, discipliniran. Svaki odjel ima svoja pravila i propise kao što i svaki zaposlenik ima svoj opis posla i odgovornost prema svom nadređenom. Poduzeće strogo slijedi svoju vlastitu poslovnu strategiju koja je postavljena za tu ekonomskoj godini. Svi planovi za postizanje ciljeva postavljeni su prije i teško ih je promijeniti. Uvijek tradicionalna organizacija je fiksna i kruta.⁹⁵

Moderna organizacija znači neograničenu organizaciju čiji su članovi povezani i surađuju više nego ikada prije. Oni su kompetentni i naučeni raditi u svijetu stalnih inovacija i stoga idealni za tvrtke u rastućoj tehnološkoj industriji. Njezin glavni koncept je diverzificirati svoje aktivnosti i povezanost te stoga može prihvaćati nove izazove i često iznova postavljati i mijenjati svoj cilj. Moderan stil upravljanja uvelike ovisi o mekim vještinama - izgradnji konsenzusa, odnosa, slušanju i razumijevanju te sposobnosti motiviranja tima na proaktivnost i zajednički rad na projektima umjesto pasivnosti zaposlenika i davanja naredbi i zadataka koji se moraju obaviti. U novijoj teoriji i praksi organizacija prisutni su izraziti trendovi koji naglašavaju timsku i poduzetničku kulturu. Trendovi su u svezi sa snažnim promjenama i utječu kako na unutarnju tako i na vanjsku okolinu organizacije. Treba naglasiti da je poslovna okolina sve nestabilnija, turbulentnija, na taj način neizvjesna i kompleksna, što utječe na uspjeh organizacije. Ovome treba dodati da porast naobrazbe, promjene sustava vrijednosti i težnje mladih idu u prilog naglašenom individualizmu,

⁹⁴ Sikavica P., Bahtijarević-Šiber F. (2004): Menadžment, Teorija menadžmenta i veliko empirijsko istraživanje u Hrvatskoj

⁹⁵ Žugaj M, Bojanić-Glavica B., Brčić R. (2004), Organizacijska kultura u uspješnosti poslovanja organizacija; Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (17): 17-30

poduzetništvu, težnji za uspjehom, kreativnosti i inicijativi. Zbog toga postoje značajne konceptijske promjene glede uloge menadžera, postavljanja ciljeva, percepcije okoline te normi u organizaciji.⁹⁶

U start-up zajednici ne postoji “lider lidera”. One su slobodno, ne strogo organizirane i sastoje se od širokih, stalno razvijajućih mreža ljudi. Nema glasova, nema hijerarhije, nema naslova i nema posebnih uloga. Budući da su lideri poduzetnici, navikli su na neodređenost kao i na brzu i kontinuiranu evoluciju zajednice.⁹⁷

Dosadašnji razvoj organizacijske kulture obilježen je dominacijom organizacije nad ljudima. Današnji događaji i trendovi koji slijede naslućuju intenziviranje dominacije ljudi nad organizacijom. Tako na primjer, u klasičnoj odnosno tradicionalnoj organizacijskoj kulturi menadžer se doživljava kao policajac, časnik ili lopov. U modernoj organizacijskoj kulturi menadžera se doživljava kao vođu, prijatelja, trenera ili dirigenta naglašene moralnosti, vizije i smisla za suradnjom. Menadžer je apolitičan, susretljiv prema javnosti, kompetentan u pogledu donošenja odluka, on ima zavidnu razinu znanja i najčešće, karizmu. Glede postavljanja ciljeva u tradicionalnoj organizacijskoj kulturi glavni je cilj proizvodnja i količina proizvoda u kratkoročno vremenskim okvirima. U pogledu orijentacije tradicionalna organizacijska kultura sadrži težnju za stabilnošću i preživljavanjem, a glede strategija za izbjegavanje rizika. Moderna organizacijska kultura kao glavni cilj preferira marketing i kvalitetu u dugoročnim vremenskim okvirima. Orijentacija je u sagledavanju rasta i uspjeha, dok se strategija očituje u sklonosti riziku.⁹⁸

Premda je svrha organizacije da maksimizira doprinose pojedinaca, ograničenja nametnuta složenošću organizacijskog života u praksi često rezultiraju suprotnim učinkom. Često se čini da je organizacijski život osmišljen tako da ometa produktivnost pojedinaca, umjesto da olakšava napore suradnika koji rade zajedno. Moderna organizacijska kultura ima tendencije promjena postojećih tradicionalnih kultura. Ova vrsta organizacijske kulture postaje neadekvatna s obzirom na novonastale okolnosti glede uloge menadžera, postavljanja ciljeva, percepcije okoline i normi u organizaciji. Menadžeri i ljudi koji se bave stvaranjem organizacijske strukture u poduzeću imaju

⁹⁶ Žugaj M, Bojanić-Glavica B., Brčić R. (2004), Organizacijska kultura u uspješnosti poslovanja organizacija; Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (17): 17-30

⁹⁷ Feld B. (2012): Startup communities, building an entrepreneurial ecosystem in your city

⁹⁸ Žugaj M, Bojanić-Glavica B., Brčić R. (2004), Organizacijska kultura u uspješnosti poslovanja organizacija; Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (17): 17-30

za cilj pomoći organizacijama da maksimalno iskoriste svoje glavne resurse, ljudski potencijal. Danas postoje različite alternative tradicionalnim organizacijskim strukturama. Organizacije su u stalnoj interakciji sa svojim okruženjem, a tehnologija je sve više medij kroz koji se odvija međusobna interakcija ljudi. Stručnjaci za razvoj organizacije moraju pokazati pismenost u obliku sposobnosti za korištenje tehnologije i primjene tehnologije u rješavanju problema i pitanja koja se odnose na ljude koji rade zajedno. Komunikacija je glavni dio organizacijskog ponašanja i stoga je sposobnost korištenja tehnologije za komunikaciju od vitalnog značaja za uspjeh menadžmenta.⁹⁹

Startup zajednica mora biti iznimno inkluzivna. Svatko tko se želi uključiti trebao bi to moći, bez obzira na to mijenja li karijeru, preselio se u novi grad, posjedovanje diplome s fakulteta, ili samo želi učiniti nešto novo. To se odnosi na poduzetnike, ljude koji žele raditi za start-upe, ljude koji žele raditi sa start-upima, ili ljude koji su jednostavno intelektualno zainteresirani za start-upe. Ova filozofija uključenosti primjenjuje se na svim razinama start-up zajednice. Lideri moraju biti otvoreni za uključivanje više lidera, poduzetnici u zajednici trebaju pozdraviti druge poduzetnike, gledajući rast start-up zajednice kao pozitivnu silu za sve, a ne igru u kojoj se novi poduzetnici natječu na lokalnoj razini za resurse i status. Zaposlenici start-upa moraju zaposliti svoje prijatelje i otvoriti svoje domove i grad drugim ljudima koji su se preselili u zajednicu. Svi u pokretačkoj zajednici trebali bi imati perspektivu da je više ljudi uključenih u start-up zajednicu dobro za istu. Izgradnja start-up zajednice nije igra u kojoj postoje pobjednici i gubitnici; ako se svi uključe, oni i cijela zajednica mogu biti pobjednici.¹⁰⁰

Bez obzira na organizacijsku formu, kultura je moćna sila u organizacijama u toj mjeri da može utjecati na cjelokupnu efektivnost i dugoročan uspjeh poduzeća. Uloga organizacijske kulture je velika i zbog toga što ona preko prepoznatljivih simbola stvara pozitivan dojam poduzeća. Povezanost organizacijske kulture za uspješnost i efektivnost poslovnog sustava uvijek je jedno od čestih područja istraživanja organizacijske kulture. Zbog sve veće konkurencije poslovni sustavi traže putove povećanja svoje uspješnosti.¹⁰¹

⁹⁹ Hotes R.W. (2011): Organization Development in the 21st Century

¹⁰⁰ Feld B. (2012): Startup communities, building an entrepreneurial ecosystem in your city

¹⁰¹ Žugaj M, Bojanić-Glavica B., Brčić R. (2004), Organizacijska kultura u uspješnosti poslovanja organizacija; Ekonomski vjesnik br. 1 i 2

6. ZAKLJUČAK

Start-upi mogu biti mala poduzeća, ali mogu igrati značajnu ulogu u gospodarskom rastu. Oni stvaraju više radnih mjesta što znači više zapošljavanja, što u konačnici znači poboljšano gospodarstvo. Start-upi mogu pridonijeti i ekonomskoj dinamici poticanjem inovacija i stvaranjem konkurencije. Imaju izravan utjecaj na gradove koji postanu njihovim sjedištima - Alibaba je utjecala na Hangzhou, Microsoft je promijenio Redmond i Google preobrazio Mountain View u Kaliforniji. Sve su te tvrtke počele kao malo poduzeće, ali kako su rasle, transformirale su gradove u kojima djeluju. Poboljšali su obrasce zapošljavanja koji su pružali mogućnost zapošljavanja iskusnim i mladim profesionalcima. To je dovelo do povećanja priljeva diplomanata i preseljenja iskusnih profesionalaca iz različitih gradova. Živimo u zlatnom dobu poduzetništvo. Sada ima više poduzetnika nego ikada prije, a gospodarstvo je prikladno za pokretanje start-upa i novih poslovnih modela. Možemo reći da je prisutna start-up groznica koja trese regiju, sve je više uspješnih start-upa i pozitivna je činjenica što je start-up kultura napokon zaživjela i u ovom dijelu Europe, odnosno svijeta. Mala poduzeća koja se bave budućim i tehnologijama u nastajanju nude iznimno uzbudljiv profesionalni život, brz napredak u karijeri pojedinaca, ali u isto vrijeme od istih zahtjeva žrtvu, mnogo rada i jednu dozu hrabrosti i inicijative. Start-upi su trend i izazov modernoga doba s potencijalom da promjene način na koji živimo.

LITERATURA

1. Alfirević, N., Krneta, M. i Pavičić, J. (2011.): Innovation capacity as a competitive advantage of small firms in Croatia: An empirical analysis, Challenges of Europe: Growth & Competitiveness- Reversing Trend, str 6.
2. Babić, Z., Baturina, D. (2015.): Koncept socijalnih investicija kao odgovor na krizu i nove izazove socijalne države: trendovi i perspektive, Studijski centar socijalnog rada, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 46.
3. Bezić, H., Karanikić, P. (2014.): Utjecaj direktnih inozemnih investicija i transfera tehnologije na gospodarski rast Republike Hrvatske, Poslovna Izvrsnost Zagreb
4. Bobera, D., Hunjet, A., Kozina, G. (2015) Poduzetništvo, Sveučilište Sjever, Varaždin, str.17.-18.
5. Buble, M., Kružić, D. (2006): Poduzetništvo, RRif-plus, Zagreb str. 45.
6. Buchner, A., Abdulkadir M. i Schwienbacher, A. (2015), Does Risk Explain Persistence in Private Equity Performance, Working paper
7. Chohan, Usman W., Initial Coin Offerings (ICOs) (2017): Risks, Regulation, and Accountability; Discussion Paper Series
8. Cieślík, Jerzy. (2014). Entrepreneurship and job creation
9. Fang, L., Ivashina, V. and Lerner, J. (2013), The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity, NBER Working Paper Series, No. 19299
10. Feld B. (2012): Startup communities, building an entrepreneurial ecosystem in your city
11. Gaillard, J. (2010). Measuring research and development in developing countries: main characteristics and implications for the Frascati manual. Science, Technology and Society, 15(1), 77-111.
12. Global Entrepreneurship Monitor (2012), 2011 Extended Report: Entrepreneurs and Entrepreneurial Employees Across the Globe
13. Grdinić, M. (2015). Međuovisnost poreznih struktura i ekonomskog rasta u odabranim državama srednje i istočne Europe i Republici Hrvatskoj (Doctoral dissertation, University of Rijeka. Faculty of Economics.)
14. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, Emlyon business school
15. Hodžić S. (2012): Stimulacija poreznih olakšica za istraživanje i razvoj; Skrivena javna potrošnja: Sadašnjost i budućnost poreznih izdataka; Zbornik radova s konferencije; Institut za javne financije
16. Hotes R.W. (2011): Organization Development in the 21st Century
17. Ilić, M. (2016). Odrednice međunarodnih tokova ulaganja i investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 14 (2), 45-61.
18. Jurić D. (2005): Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj; Financijska teorija i praksa 29 (4) str. 385-398; Pregledni znanstveni članak
19. Kaal, Wulf A. and Dell'Erba, Marco, Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags (November 8, 2017). Forthcoming, Fintech Handbook, Florian Möslin & Sebastian Omlor eds., Verlag C.H. Beck (2018) ; U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18.
20. Kiss, Y. (1993). Paradoksi privatizacije u Istočnoj i Srednjoj Europi. Društvena istraživanja, 2(3), 3-29.

21. Klačmer Čalopa, M., Horvat, J. i Lalić, M. (2014): Analysis of financing sources for start-up companies, *Management*, Vol. 19, str. 19.
22. Kok J., Vroonhof P., Verhoeven W., Timmermans N., Kwaak T., Snijders J., Westhof F. (2011), EIM Business & Policy Research on behalf of the European Commission: Do SMEs create more and better jobs?
23. Kolaković, M. (2006) *Poduzetništvo u ekonomiji znanja*. Zagreb: Sinergija
24. Lerner, J., Schoar, A. i Wongsunwai, W. (2007), Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle, *Journal of Finance*, 62 (2), str. 731-764.
25. Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L. i Gottschalg, O. (2015), Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3), str. 377-411.
26. Maurya, A. (2012). *Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works*, O'Reilly Media, CA, str. 8-10.
27. Migač, M. (2016): *Poslovni anđeli-alternativni izvori financiranja poduzeća i ideja*, Sveučilište Sjever, Varaždin
28. Ministry of Economy of the Republic of Macedonia (2008) The draft version of self-evaluation report regarding the European Charter for Small Enterprises
29. OECD (Organization for Economic Cooperation and Development). (2015). *Frascati Manual 2015: Guidelines for collecting and reporting data on research and experimental development*. Paris: OECD Publishing.
30. Papadimitriou, S., Mourdoukoutas, P. (2002): Bridging the start-up equity financing gap: Three policy models, *European Business Review*, Vol. 14 (2), str. 104-110.
31. Puljić, M., (2016): *Izrada aplikacije za iznajmljivanje dodatnih turističkih sadržaja*, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split, str. 6.
32. Rajsman, M., Petričević, N., Marjanović, V (2013): *Razvoj malog gospodarstva u Republici Hrvatskoj*, *Ekonomski vjesnik*, str. 251-252.
33. Sikavica P., Bahtijarević-Šiber F. (2004): *Menadžment, Teorija menadžmenta i veliko empirijsko istraživanje u Hrvatskoj*
34. Rosen, H. S. & Gayer, T. (2010). *Javne financije*, Zagreb: Institut za javne financije
35. Singer, S., Senor, D. (2014): *Start-up nacija – tajna izraelskog ekonomskog čuda*, Profil International, Zagreb
36. Sotiropoulos, D.A. (2017). Corruption, anti-corruption and democracy in the Western Balkans. *Političke perspektive*, Znanstveni članak
37. Stangler D. (2009), Ewing Marion Kauffman Foundation: *The Economic Future Just Happened*
38. Strömberg, P. (2008), The new demography of private equity, u Lerner, J. and Gurung, A. (ur), *The Global Impact of Private Equity Report*, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, World Economic Forum, str. 3–26.
39. Šimović, H., Mihelja Žaja, M. (2010.): *Poticaji u sustavu poreza na dobit u Hrvatskoj i zemljama ragije*, *Računovodstvo i financije*, pregledni članak str. 62.
40. Šimurina, N., & Galić, B. (2017). *Usporedna analiza poreznih poticaja za istraživanje i razvoj u Europskoj uniji*. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 15(2), 105-126.
41. Šipić, N., Najdanović, Z. (2012): *Osnove poduzetništva*, Visoka poslovna škola Zagreb, Zagreb, str. 9.
42. Šokić, T. (2009): *Financiranje start-up poduzeća u Europskoj uniji*, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, str. 1.

43. Učilište Studium (2015), Izvori financiranja start up poduzeća; Priručnik za korisnike usluga i potencijalne stanare poduzetničkog inkubatora
44. Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan region, Original Scientific Paper, Kragujevac
45. Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05
46. Žugaj M, Bojanić-Glavica B., Brčić R. (2004), Organizacijska kultura u uspješnosti poslovanja organizacija; Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (17), str.17-30

Internet izvori:

1. ABC Accelerator Group (2017): SOUTHEAST EUROPE STARTUP REPORT 2017, dostupno na: https://www.ictcs.org/fileadmin/user_upload/south_east_startup_report_5.pdf (05.06.2019.)
2. Baptiste-Cornelis T., Long W. (2009): The Impact of Small Business Enterprises on the Economy of Trinidad & Tobago, dostupno na: https://www.monroecollege.edu/uploadedFiles/Site_Assets/PDF/Baptiste-CorneliusT-EconomicImpactofSBEsontheEconomyofTTPaper.pdf (25.06.2019.)
3. BIC- Poslovno inovacijski centar Vukovar (2015): Izvori financiranja start-up poduzeća, dostupno na: http://www.bicvukovar.hr/web/ink/images/BIC/dokumenti/BIC_2_Izvori_financiranja_start_up_poduzeca.pdf (10.05.2019)
4. Bizlife, URL: <https://www.bizlife.rs/biznis/poslovne-vesti/startup-iz-nisa-prodat-za-165-miliona-dolara/> (29.05.2019.)
5. BLIC, URL: <https://www.blic.rs/biznis/privreda-i-finansije/novi-sporazum-u-pekingu-industrijski-park-u-borci-zaposlice-10000-radnika/7qfrd6f> (29.05.2019.)
6. Christofidis, C., Debande O. (2001): Financing innovative firms through venture capital, European Investment Bank (dostupno na: www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf (11.06.2019.)
7. Croatian business angels network, dostupno na: <http://www.crane.hr/startup/> (08.05.2019.)
8. European Startup Monitor (ESM) 2016, dostupno na: <http://europeanstartupmonitor.com/research/methodology> (03.04.2019.)
9. Europska komisija, URL: https://ec.europa.eu/croatia/news/eif_and_hbor_launch%20new_equity_investment_programme_in_croatia_for_smes_and_midcaps_hr (16.04.2019.)
10. GEM World Economic Forum, 2016, Europe's Hidden Entrepreneurs: Entrepreneurial Employee Activity and Competitiveness in Europe, dostupno na: http://www3.weforum.org/docs/WEF_Entrepreneurship_in_Europe.pdf (15.04.2019.)
11. GideonBros, URL: <https://www.gideonbros.ai/press-release/gideon-bros-top-funded-tech-startup-in-croatia/> 03.06.2019.
12. Global Entrepreneurship Monitor Croatia (2016): Što Hrvatsku čini (ne)poduzetničkom zemljom?, dostupno na: <http://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2017/05/GEM2016-FINAL-za-web.pdf> (13.04.2019.)
13. HANFA, URL: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/?page=2> (16.04.2019.)

14. Hrvatska izvještajna novinska agencija: Prvi Startup Europe Week kao pokretač ekonomskog rasta, dostupno na: <https://eu.hina.hr/content/9135248> (01.05.2019.)
15. ICT Business, dostupno na: <https://www.ictbusiness.info/vijesti/rimac-automobili-dobili-novo-ulaganje-od-30-milijuna-eura> (21.03.2019.)
16. Invest Europe (2018): 2018 European Private Equity Activity, str.30.-31.,38., dostupno na: <https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf> (25.06.2019.)
17. L. Steigertahl, R. Mauer, ESCP Europe Jean-Baptiste Say Institute for Entrepreneurship (2018): EU Startup Monitor; European Commission; dostupno na: <http://startupmonitor.eu/EU-Startup-Monitor-2018-Report-WEB.pdf> (11.04.2019.)
18. Meka, Elvin (2016): Private Capital Funds And Their Role In Albanian Financial Market, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/307557719_PRIVATE_CAPITAL_FUNDS_AND_THEIR_ROLE_IN_ALBANIAN_FINANCIAL_MARKET (05.06.2019.)
19. Microfinance Centre (2017): SUPPORTING "GENERATION START-UP": OPPORTUNITIES FOR MACEDONIA, Case study podržan od „European Union Programme for Employment and Social Innovation“, dostupno na: <http://mfc.org.pl/wp-content/uploads/2017/11/Macedonia-Start-up-Ecosystem-report-ENG.pdf> (04.06.2019.)
20. MINIMAX, dostupno na: <http://www.minimax.hr/blog-startup-kako-krenuti/> (08.06.2019.)
21. Mrsik, Jadranka and Lazarevski, Dimche and Smokvarski, Edi, Evolution of the Venture Capital Financing for Growing Small and Medium Enterprises in Central and Eastern Europe Countries: The Case of Macedonia, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2137033> (03.06.2019.)
22. Plavi ured, URL: <https://plaviured.hr/pokrenut-regionalni-fond-rizicnog-kapitala-od-40-milijuna-eura/> (16.04.2019.)
23. Poslovni dnevnik, URL: <http://www.poslovni.hr/hrvatska/gideon-brothers-ima-prvi-hrvatski-industrijski-robot-348038> (03.06.2019.)
24. Poslovni dnevnik, URL: <http://www.poslovni.hr/startup-i-vase-price/bellabeat-lani-u-tisini-primio-najvecu-hrvatsku-startup-investiciju-nakon-rimac-automobila-352089> (03.06.2019.)
25. Poslovni dnevnik, dostupno na: <http://www.poslovni.hr/tehnologija/trident-i-jp-morgan-ulozili25-mil-dolara-u-reversinglabs-335071> (23.03.2019.)
26. Prosperus Invest, URL: <http://www.prosperus-invest.hr/content/prosperus-invest-doo> (16.04.2019.)
27. Pullen, E. (2015.): The untapped potential of CEE, Unquote Analysis, str. 4-6., raspoloživo na: <http://www.unquote.com/unquote/analysis/86909/the-untappedpotential-of-cee> (04.06.2019.)
28. Quaestus, URL: <https://www.quaestus.hr/o-nama/> (16.04.2019.)
29. Robert D. Hisrich, Saša Petković, Veland Ramadani, Léo-Paul Dana, (2016); "Venture capital funds in transition countries: Insights from Bosnia and Herzegovina and Macedonia", Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23 Issue: 2, pp.296-315, https://www.academia.edu/34192178/Venture_capital_funds_in_transition_countries_Insights_from_Bosnia_and_Herzegovina_and_Macedonia (05.06.2019.)

30. STARTIT, URL: <https://startit.rs/nacrt-zakona-o-alternativnim-investicionim-fondovima-otvara-mogucnost-za-registrovanje-vc-fondova-u-srbiji/> (29.05.2019.)
31. STARTIT, dostupno na: <https://startit.rs/google-srpska-startap-scena-startit> (16.03.2019.)
32. Startup Genome (2019): Global Startup Ecosystem Report, dostupno na: <https://startupgenome.com/reports/global-startup-ecosystem-report-2019> (16.03.2019.)
33. Šunjerga, M. (2014.): Po zaštiti ulagača Hrvatska među pet najgorih na svijetu, Večernji list, raspoloživo na: <http://www.vecernji.hr/gospodarstvo/svicarska-i-ovegodine-najkonkurentnija-zemlja-rh-na-77-mjesto-958816> (18.04.2019.)
34. The Global Competitiveness report (2018.): Venture capital availability; World Economic Forum; dostupno na: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/competitiveness-rankings/#series=EOSQ089> (15.05.2019.)
35. tportal, URL: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/srbija-nas-debelo-sisa-u-privlacenju-stranih-ulaganja-doznali-smo-sto-rade-drukcije-foto-20180305> (29.05.2019.)
36. Transparency International, dostupno na: <https://www.transparency.org/country> (15.04.2019.)
37. Zeneli, V (2014.): Economic Development in the Western Balkans, On the Road to Competitive Market Economies?, The Quarterly Journal, raspoloživo na: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-3581192661/economic-development-in-the-western-balkans-on-the> (13.05.2019.)

POPIS ILUSTRACIJA

Slika 1. VPCE indeks atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkan u 2018. godini	16
Slika 2. Poduzeća koja se bave upravljanjem alternativnim investicijskim fondovima u RH.	23
Slika 3. Zastupljenost industrija među srpskim start-upima	26
Slika 4. Financiranje od strane fondova prema fazama projekta	34
 Tablica 1. Vrijednost start-up investicija u Hrvatskoj.....	 21